



INFORME DE INFLACIÓN

DIVISIÓN ECONÓMICA
NOVIEMBRE, 2010



El Informe de Inflación fue elaborado por la División Económica del Banco Central de Costa Rica y fue revisado y aprobado por el Presidente de la Institución el 2 de diciembre, 2010.

ADVERTENCIA

Este informe corresponde al periodo mayo-noviembre 2010; sin embargo, para algunas variables la información disponible no se circunscribe a dicho lapso. Concretamente, las fechas de corte son:

- Producción: 31 de octubre, 2010.
- Variables monetarias: 31 de octubre, 2010.
- Mercado cambiario: 23 de noviembre, 2010.
- Inflación: 30 de noviembre, 2010.

Algunas cifras tienen carácter preliminar.

El contenido de esta publicación puede reproducirse libremente siempre que se cite la fuente. La versión electrónica puede encontrarse en:

<http://www.bccr.fi.cr>

Para comentarios o consultas, diríjase a:

mongeao@bccr.fi.cr
solanoci@bccr.fi.cr
solerara@bccr.fi.cr
garciaavj@bccr.fi.cr

Contenido

Presentación

Resumen del Informe

Capítulo 1. La inflación y sus determinantes	1
1.1 <i>Contexto internacional.....</i>	1
1.1.1 Actividad económica	1
1.1.2 Perspectivas de crecimiento económico	5
1.1.3 Inflación internacional	6
1.1.4 Mercados financieros	8
1.2 <i>Evolución reciente de la inflación en Costa Rica</i>	10
1.2.1 Inflación general	10
1.2.2 Inflación subyacente.....	14
1.2.3 Inflación del productor industrial	15
1.3 <i>Determinantes de la inflación.....</i>	15
1.3.1 Demanda agregada.....	15
1.3.2 Tasas de interés, liquidez y tipo de cambio.....	20
1.3.3 Expectativas de inflación e inercia inflacionaria	27
Capítulo 2. Entendiendo el mercado de dinero costarricense	32
2.1 <i>Mercados de dinero: definición e importancia</i>	32
2.2 <i>Mercados de dinero en Costa Rica.....</i>	33
2.2.1 Mercado integrado de liquidez (MIL)	33
2.2.2 Mercado interbancario de dinero (MIB)	35
2.2.3 Mercado de dinero (MEDI)	35
2.2.4 Recompras	36
2.2.5 Principales estadísticas de los mercados de dinero	39
2.3 <i>Interrelaciones entre los mercados de dinero</i>	41
2.4 <i>Medidas para mejorar el funcionamiento del mercado de dinero en Costa Rica</i>	44
Capítulo 3: Costo de vida e inflación: conceptos diferentes, un indicador común.....	46
3.1 <i>¿Mide el Índice de Precios al Consumidor el costo de vida?.....</i>	46
3.2 <i>¿Qué es un índice de precios al consumidor?.....</i>	47
3.3 <i>Características del Índice de Precios al Consumidor de Costa Rica.....</i>	47
3.4 <i>¿Afecta la inflación por igual a todos?.....</i>	49
3.5 <i>Inflación según estructuras de consumo por estrato de ingreso de los hogares</i>	51



3.5.1 Definición de los estratos de ingreso y ponderaciones.....	51
3.5.2 Inflación según estrato de ingreso	52
3.6 <i>Inflación según estructuras de consumo por quintil de ingreso</i>	54
3.6.1 Definición de los quintiles de ingreso y ponderaciones	54
3.6.2 Inflación según quintiles de ingreso	55
3.7 <i>Inflación de acuerdo con la Canasta Básica Alimentaria según estructura de consumo por zona geográfica</i>	58
3.8 <i>Conclusiones</i>	60
Capítulo 4. Proyecciones y balance de riesgos.....	61
4.1 <i>Proyecciones de inflación</i>	61
4.2 <i>Balance de riesgos</i>	63

Gráficos

Gráfico 1. Producción industrial de países desarrollados seleccionados	1
Gráfico 2. Producto Interno Bruto de países seleccionados	2
Gráfico 3. Ventas al por menor en países desarrollados seleccionados	3
Gráfico 4. Cotizaciones de monedas seleccionadas	4
Gráfico 5. Inflación países seleccionados	7
Gráfico 6. Índices bursátiles en los mercados financieros	8
Gráfico 7. Rendimiento de bonos soberanos a 10 años en países seleccionados.....	9
Gráfico 8. Inflación y objetivo de inflación	10
Gráfico 9. Inflación subyacente (ISI).....	14
Gráfico 10. IPC e IPPI.....	15
Gráfico 11. IMAE: variación interanual y aceleración	16
Gráfico 12. Brecha del producto	18
Gráfico 13. Tasa básica real a fin de mes.....	21
Gráfico 14. Expectativas de variación del tipo de cambio nominal a 12 meses y premio por ahorrar en moneda nacional	21
Gráfico 15. Crédito al sector privado (CSP): variación interanual sin efecto cambiario y participación de la moneda nacional	25
Gráfico 16. Tipo de cambio promedio negociado en el MONEX y límites de la banda cambiaria	26
Gráfico 17. Expectativas de inflación a 12 meses e inflación observada	28
Gráfico 18. Evolución de la tasa de interés del MIL	40
Gráfico 19. Estructura del gasto de consumo per cápita según quintil de ingreso	50
Gráfico 20. IPC y canasta de consumo por estrato de ingreso	52
Gráfico 21. IPC y canasta de consumo por estrato de ingreso	53
Gráfico 22. IPC y canastas de consumo por quintil de ingreso.....	56



Gráfico 23. IPC y canastas de consumo por quintil de ingreso	58
Gráfico 24. IPC y canastas de consumo por quintil de ingreso	58
Gráfico 25. IPC y costo per cápita de la Canasta Básica de Alimentos, según zona	59
Gráfico 26. IPC y costo per cápita de la Canasta Básica de Alimentos, según zona	60
Gráfico 27. Proyección de inflación	66

Cuadros

Cuadro 1. Tasas de interés de política monetaria en países seleccionados de América Latina	3
Cuadro 2. Principales medidas de política para evitar la apreciación de las monedas	4
Cuadro 3. Proyecciones de crecimiento del PIB.....	6
Cuadro 4. Cotizaciones de los futuros de materias primas	8
Cuadro 5. Margen de rendimiento entre los bonos soberanos de países emergentes y los del Tesoro de Estados Unidos	9
Cuadro 6. Índice de precios al consumidor (IPC) por grupos	11
Cuadro 7. IPC: Regulados y no regulados aporte porcentual al resultado acumulado	11
Cuadro 8. IPC: transables y no transables.....	12
Cuadro 9. IPC: Descomposición de la inflación anual según presiones alcistas a noviembre 2010	13
Cuadro 10. ISI: Descomposición de la inflación subyacente anual según presiones a la baja a noviembre 2010.....	15
Cuadro 11. IMAE por industria: variación interanual y media	16
Cuadro 12. Demanda global real	17
Cuadro 13. Agregados monetarios	25
Cuadro 14. Montos transados en colones y tasas de interés negociadas en MIL, MIB, MEDI y REPO	39
Cuadro 15. Montos transados en dólares y tasas de interés negociadas en MIL, MIB, MEDI y REPO.....	39
Cuadro 16. Mercados de negociación del dinero: algunos resultados	42
Cuadro 17. Mercados de negociación del dinero: coeficientes de variación	43
Cuadro 18. Mercados de negociación del dinero: coeficientes de correlación.....	44
Cuadro 19. IPC según grupos de gasto	48
Cuadro 20. Estructura del gasto de consumo según zona geográfica	49
Cuadro 21. Cantidad de artículos en la canasta de consumo del IPC según estrato de ingreso.....	51



Cuadro 22. Ponderaciones de gasto por grupo de la canasta de consumo del IPC y según estrato de ingreso (base julio 2006)	52
Cuadro 23. Características de los quintiles de ingreso.....	54
Cuadro 24. Ponderación del gasto de consumo por grupo de gasto y quintil de ingreso	55
Cuadro 25. Aporte en puntos porcentuales de los grupos de gasto a la inflación interanual de noviembre del 2010.....	57
Cuadro 26. Alimentos de la Canasta Básica Alimentaria a escala nacional según grupos	59
Cuadro 27. Modelo Macroeconómico de Proyección Trimestral: principales supuestos de variables exógenas	62
Cuadro 28. MMPT: proyección de inflación interanual en porcentaje	62



Recuadros

Recuadro 1. Estimación del efecto de “rebote” en la producción después de la contracción del 2009.....	19
Recuadro 2. Tasa de Política Monetaria: definición y vínculo con otras tasas	22
Recuadro 3. Déficit del Banco Central de Costa Rica y proceso de desinflación.....	30

Presentación

El Banco Central presenta el Informe de Inflación correspondiente a noviembre del 2010. Este informe, de publicación semestral, comprende el periodo mayo-noviembre 2010 y su objetivo principal es explicar a la sociedad la visión del Banco Central de Costa Rica sobre la evolución reciente y esperada de la inflación.

Además, se explica el funcionamiento de los mercados de negociación del dinero en Costa Rica, en razón de su importancia para la efectividad de la política monetaria.

Asimismo, en esta oportunidad se analiza cómo influye el nivel de ingreso y la zona geográfica de residencia de los hogares en la percepción del incremento en el costo de vida, debido a que este aspecto constituye una preocupación para algunos sectores de la sociedad costarricense, a pesar del proceso de desinflación observado en los dos últimos años.

El documento se divide en cuatro capítulos. El primero analiza el comportamiento reciente de la inflación y sus determinantes; el segundo detalla la forma en que funcionan los mercados de negociación del dinero en Costa Rica, en los cuales se gestiona la liquidez del sistema financiero; el tercero analiza los conceptos de costo de vida e inflación, que aunque diferentes se aproximan con un indicador común y, por último, el cuarto capítulo muestra las proyecciones para la inflación y los riesgos asociados a dichas estimaciones. Se incorpora un gráfico de abanico con límites de confianza asimétricos en torno a la proyección central de inflación, para representar la valoración que hace el Banco Central de los riesgos asociados a dicho pronóstico e ilustrar eventuales presiones disímiles al alza o a la baja sobre la proyección de inflación.

El principal mensaje de este informe es que, si bien la tasa de cambio de los precios se aceleró en los primeros once meses del 2010 en comparación con el dato observado al término del 2009, esto se debió especialmente a un incremento más rápido en los precios de los alimentos de origen agrícola y de los servicios regulados, elementos difíciles de controlar en el corto plazo con acciones de política monetaria. Este comportamiento fue, además, contrario de lo que había ocurrido en el 2009, cuando algunos de esos precios (especialmente los agrícolas) habían bajado y llevado la tasa de cambio anual de los precios al consumidor al nivel del 4%, variación no observada en el país desde 1971. Sin embargo, la aceleración del 2010 se presentó en un contexto macroeconómico caracterizado por ausencia de presiones de demanda interna, pero con expectativas inflacionarias todavía por encima de las tasas de variación observadas para los diferentes índices de precios.

En el mediano y largo plazo, las fluctuaciones en los volátiles precios de los productos alimenticios y regulados tienden a cancelarse y la medida de la inflación subyacente o de más largo plazo señala que, junto con el mayor control monetario que permiten la mejora en las finanzas del Banco Central de Costa Rica y la mayor flexibilidad cambiaria, es factible mantener en forma sostenida una tasa de inflación baja. Los riesgos para no alcanzar esas inflaciones bajas provienen principalmente del mayor déficit fiscal y de las posibles presiones a la apreciación cambiaria que podrían llevar a compras significativas en el límite inferior de la banda cambiaria.

Rodrigo Bolaños Zamora,
Presidente

Resumen del Informe

El ritmo de recuperación de la actividad económica mundial se desaceleró a partir del segundo trimestre del 2010, a pesar de que los países emergentes continúan mostrando tasas de crecimiento altas, particularmente en Asia y América del Sur. La lenta recuperación de la demanda interna en las economías desarrolladas ha permitido que en ellos la inflación se mantenga a niveles muy bajos y además, ha propiciado mayores expansiones monetarias ante el agotamiento del espacio fiscal y una “guerra” cambiaria entre algunos países, especialmente China, Japón y Estados Unidos, para estimular las exportaciones, que tiene repercusiones negativas serias sobre otros países emergentes y en desarrollo. Las perspectivas de crecimiento económico apuntan a una mayor desaceleración en los países desarrollados durante el 2011.

La actividad económica local no ha sido ajena al comportamiento de la economía mundial. Aunque durante el 2010 ha mostrado un proceso sostenido de recuperación en comparación con el año previo, a partir del segundo trimestre el ritmo de crecimiento del producto ha tendido a desacelerarse. La variación media interanual de la tendencia ciclo del Índice Mensual de Actividad Económica (IMAE) en el lapso enero-octubre del 2010 fue de 4,7% (-2,0% en igual periodo del año previo); sin embargo, la baja en el crecimiento de las economías desarrolladas, particularmente Estados Unidos, y la apreciación del tipo de cambio real se reflejaron a lo interno en un menor dinamismo de actividades estrechamente relacionadas con el sector externo, como la manufactura (en particular la de zonas francas, pues la manufactura no ligada a los regímenes especiales ha registrado a lo largo del 2010 tasas de variación positivas) y el turismo, lo cual explica en buena medida la desaceleración observada en el producto a partir de abril.

El mayor dinamismo de la actividad económica local en comparación con el año previo, no ha generado aún presiones inflacionarias por esa vía, pues se estima que la producción todavía continúa en un nivel inferior a su potencial. De igual modo, el comportamiento de los agregados monetarios, el crédito al sector privado, el tipo de cambio y de la inflación importada no han contribuido al aumento de las presiones inflacionarias.

Dentro del contexto macroeconómico descrito en el párrafo anterior, la aceleración de la tasa de variación interanual de los precios al consumidor en los primeros once meses del 2010 (en noviembre alcanzó 6,1%) con respecto al dato observado al término del 2009 (4%), provino especialmente del incremento en los precios de los alimentos de origen agrícola y de los servicios regulados.

A pesar de dicha aceleración, la cual estuvo concentrada en el primer trimestre del año, el promedio de las tasas interanuales de crecimiento de los precios en los meses de enero a noviembre se redujo en 2,7 puntos porcentuales con respecto a igual periodo del año pasado y además, con excepción de mayo, junio y noviembre, se mantuvo dentro del rango meta para diciembre del 2010 ($5\% \pm 1\%$).

En contraste con esa evolución de la inflación general, medida por la variación del Índice de Precios al Consumidor (IPC), la referida al mediano y largo plazo, aproximada por el Índice Subyacente de Inflación (ISI), mostró entre enero y noviembre del 2010 una tendencia

desacelerada, alcanzando en noviembre un crecimiento interanual del 3,3% (4% en diciembre del 2009).

Pese a la reducción de la inflación general y la subyacente observada en el 2009 y en lo transcurrido del 2010, las expectativas de inflación, aunque menores a las observadas un año atrás, se han estabilizado en promedio en torno al 7%, lo que torna más lento el proceso de desinflación con respecto al rango meta de inflación para el término del 2010 y 2011.

No obstante lo anterior, del comportamiento mostrado por las expectativas en los últimos meses se pueden extraer al menos dos elementos positivos: i) su tendencia a estabilizarse sugiere que los agentes económicos no esperan un repunte en la inflación a mediano plazo y ii) la reducción observada en dicha variable favorece la consolidación de la inflación en niveles por debajo del promedio de los últimos años (superior al 10%).

En línea con el propósito de avanzar en la estrategia de control de liquidez dentro del contexto de migrar al esquema monetario de Metas de Inflación, la Junta Directiva del Banco Central adoptó las siguientes acciones:

- i) En agosto redujo en 150 puntos base tanto la Tasa de Política Monetaria (TPM) como la tasa de interés de los depósitos a un día plazo (DON), así la primera se fijó en 7,5% y la segunda en 4,25%.
- ii) En octubre disminuyó la TPM a 6,5%, creó una facilidad permanente de depósito a un día en el Mercado Integrado de Liquidez (MIL) y estableció la tasa de interés de dicha facilidad en 4,5% (esta facilidad permitirá crear un corredor de tasas de interés en el MIL), redujo la tasa de interés bruta anual de los DON a 3,42% y permitió a los bancos comerciales, las empresas financieras no bancarias y las mutuales de ahorro y préstamo constituir DON por medio de Central Directo y Captación de Fondos.

La política de reducción de tasas de interés que inició el Banco Central tuvo un efecto en las tasas de interés pasivas de los intermediarios financieros y consecuentemente, en la Tasa Básica Pasiva, tanto en términos nominales como reales. En particular, la Tasa Básica Pasiva real se ubicó a octubre del 2010 en 0,07% (0,79% un año atrás). Asimismo, las tasas de interés activas en colones de los bancos comerciales también reflejaron movimientos a la baja (la tasa promedio ponderada pasó de 20% a mediados de año hasta 17,9% a finales de octubre). Sin embargo, en octubre y noviembre se presentaron movimientos transitorios al alza en la Tasa Básica Pasiva nominal, que obedecieron a operaciones puntuales negociadas por algunos bancos públicos con entidades del sector público a tasas preferenciales.

Por otra parte, el mercado cambiario se caracterizó en el período en comentario por una mayor disponibilidad de divisas, que acentuó la apreciación de la moneda nacional con respecto al dólar estadounidense, observada desde agosto del 2009 y llevó a que el tipo de cambio tendiera hacia el límite inferior de la banda cambiaria. Se estima que este comportamiento respondió principalmente a: i) las mayores entradas de capitales del exterior por inversión extranjera directa y capitales de corto plazo atraídos por las mayores tasas de interés en el país, relativas a las de los países desarrollados, ii) la reducción de posición propia por parte de los intermediarios cambiarios en buena parte debido al marcado aumento en la participación de los créditos en colones y la decisión de algunos intermediarios de disminuir su exposición patrimonial a la moneda extranjera y iii) los vencimientos no renovados de Certificados de Depósito a Plazo en dólares del Banco Central.

Parte importante de la estrategia del Banco Central para reducir la inflación depende del funcionamiento correcto de los mercados monetarios. En Costa Rica funcionan los siguientes mercados de negociación del dinero: Mercado Integrado de Liquidez (MIL), Mercado de Dinero (MEDI), Mercado de Recompras (REPO) y Mercado Interbancario de Liquidez (MIB).

Del análisis de los mercados de negociación de dinero en el 2010 se evidencia una mayor preponderancia del MIL en cuanto a montos negociados, así como una trayectoria de la tasa de interés de dicho mercado que se ubica dentro del corredor definido por el Banco Central, lo cual es consistente con la estrategia trazada para lograr que la tasa de interés sea el principal instrumento de política monetaria. Según el análisis efectuado en este informe, no se halló evidencia de que exista arbitraje entre esos mercados de dinero. No obstante, las cifras a febrero del 2010 evidencian una mayor integración entre ellos, en virtud de la reducción en el grado de dispersión de los rendimientos. Sin embargo, es importante tomar medidas complementarias para contar con mercados de dinero más eficientes que contribuyan en la implementación de la política monetaria.

Por otra parte, no obstante que la economía costarricense ha experimentado un significativo proceso de desinflación con respecto a los niveles históricos anteriores al 2009 (inflaciones de dos dígitos), el incremento en el costo de vida continúa como una preocupación en algunos sectores de la sociedad costarricense. Dado lo anterior, conviene explicar las diferencias teóricas entre los conceptos de inflación y de costo de la vida, así como otros elementos que ayudan a entender por qué se percibe un incremento en el costo de vida pese a la baja en la inflación.

En general, de lo desarrollado en cuanto a costo de vida e inflación se infiere lo siguiente: i) teóricamente ambos conceptos difieren, pero en la práctica se aproximan por el mismo indicador de precios (IPC) razón por la cual se utilizan generalmente como sinónimos; ii) la inflación (variación del costo de vida) que enfrenta determinado grupo de la población puede diferir del resultado mostrado por el IPC debido a que sus patrones de gasto muestran desviaciones significativas de las utilizadas en el IPC general y iii) aunque en niveles diferentes, los diversos grupos de la población experimentaron durante el 2009 y en lo que va a octubre del 2010 aumentos significativamente menores en los precios de los bienes y servicios que consumen en relación con lo observado en el bienio 2007-08. Es decir, si bien los precios y el costo de la vida, en general, han subido, lo han hecho a tasas mucho menores.

Finalmente, se tiene que la proyección central de la tasa de inflación al cuarto trimestre del 2010 se ubica en 5,9% y en 4,7% para 2011. Esta proyección refleja una desaceleración de dicha variable con respecto a la tasa de inflación promedio de la última década (11%) y se ubica dentro del rango de tolerancia definido por el Banco Central en la revisión del Programa Macroeconómico 2010-11 para el término del 2010 (entre 4% y 6%) y 2011 (entre 3% y 5%).

Las proyecciones sobre la variación de la inflación responden al contexto económico que se considera más probable en un horizonte de cinco trimestres. No obstante, como toda proyección macroeconómica, su valor predictivo está condicionado a la no materialización de algunos riesgos.

En el entorno externo, los principales condicionantes continúan asociados con el ritmo de recuperación de la actividad económica, la evolución de los precios de petróleo y granos básicos y la tendencia a la búsqueda de rentabilidades en los países en desarrollo lo que se manifestaría en mayores entradas de capitales. Esto último podría presionar el tipo de cambio



hacia el piso de la banda y obligar al Banco Central a comprar divisas por encima de lo planeado, dificultando el manejo monetario por las mayores pérdidas resultantes.

A nivel interno, los riesgos mencionados en el informe de mayo (evolución de las expectativas inflacionarias, resultado financiero del Gobierno Central y evolución del tipo de cambio nominal) han tendido a materializarse a la fecha y podrían continuar afectando al alza la proyección central de inflación para 2010 y 2011.

De la valoración de los diferentes riesgos se infiere un balance con sesgo al alza de la proyección central de inflación.

Capítulo 1. La inflación y sus determinantes

Este capítulo analiza el comportamiento de la inflación, medida por distintos indicadores (índice de precios al consumidor, índice subyacente de inflación e índice de precios al productor industrial) en el periodo comprendido entre mayo y noviembre del 2010, tomando en cuenta aquellos aspectos del entorno macroeconómico nacional e internacional relevantes para explicar dicho comportamiento.

1.1 Contexto internacional

El ritmo de recuperación de la actividad económica mundial se desaceleró a partir del segundo trimestre del año; no obstante, los países emergentes continúan mostrando tasas de crecimiento altas, particularmente en Asia y América del Sur. Las perspectivas de crecimiento económico apuntan a una mayor desaceleración en los países desarrollados durante el 2011.

La lenta recuperación de la demanda interna en los países desarrollados ha permitido que la inflación se mantenga en niveles muy bajos y además, ha propiciado mayores expansiones monetarias ante el agotamiento del espacio fiscal y una “guerra” cambiaria entre algunos países, especialmente China, Japón y Estados Unidos, para estimular las exportaciones, lo que tiene repercusiones negativas serias sobre otros países emergentes y en desarrollo.

Por otra parte, los mercados financieros muestran mayor estabilidad tras el aumento temporal en la volatilidad que ocasionó el anuncio de problemas fiscales en Europa en el primer semestre del 2010.

1.1.1 Actividad económica

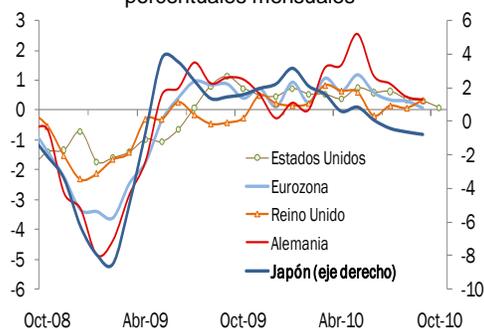
La economía mundial continúa recuperándose de la profunda recesión

iniciada en el 2008. No obstante, esta recuperación ha sido heterogénea, concentrándose particularmente en los países emergentes de Asia y América Latina. El ritmo de crecimiento se moderó a partir del segundo trimestre de este año, a la vez que aumentó la incertidumbre en torno a la posibilidad de un nuevo ciclo recesivo.

En los países desarrollados, los estímulos monetarios tuvieron un efecto positivo sobre los mercados financieros, pero su impacto en el sector real ha mermado. Por otro lado, el uso de medidas fiscales es ahora más limitado debido a los elevados niveles de déficit fiscal en estas economías y al aumento en los saldos de la deuda pública, situación que obligó en algunos de ellos a la adopción de reformas fiscales en un horizonte de mediano plazo.

Gráfico 1. Producción industrial de países desarrollados seleccionados

-promedio móvil de 3 meses de las variaciones porcentuales mensuales-



Fuente: Reserva Federal de los Estados Unidos, Eurostat, Oficina Nacional de Estadísticas de Reino Unido, Ministerio de Finanzas de Japón y Bloomberg.

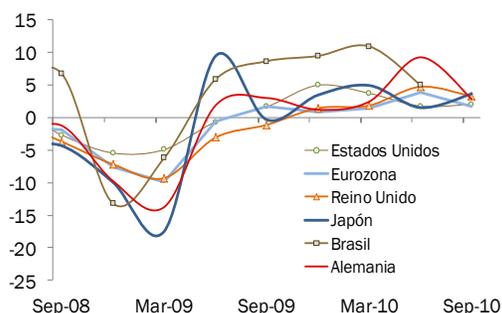
La producción industrial en los países desarrollados ha mostrado una clara tendencia descendente hasta el punto que las tasas de crecimiento son prácticamente nulas y en algunos casos (como Japón) incluso son negativas, lo cual se ha

reflejado en el comportamiento del Producto Interno Bruto (PIB).

Ante esta situación, la Reserva Federal de los Estados Unidos anunció que mantendrá las tasas de interés bajas por más tiempo y ampliará su programa de compra de activos en EUA\$600.000 millones hasta el segundo trimestre del 2011, para procurar un mayor nivel de actividad económica¹. Además, confirmó que continuará reinvertiendo los vencimientos de los activos de su balance, lo que representaría entre EUA\$250.000 millones y EUA\$300.000 millones adicionales.

En el caso particular de Japón el sector exportador, que había sostenido la actividad económica en períodos anteriores, se desaceleró, entre otros factores, por la pérdida de competitividad resultante de la apreciación del yen. Por otra parte, la demanda interna no ha repuntado pese a que las tasas de interés se mantienen cercanas a cero.

Gráfico 2. Producto Interno Bruto de países seleccionados
 -variación trimestral anualizada-



Nota: Para Japón y Eurozona las variaciones del tercer trimestre del 2010 son preliminares.

Fuente: Fondo Monetario Internacional, Eurostat y Oficina del Gabinete (Japón).

En vista de lo anterior, el Banco de Japón inició una intervención más activa en el mercado cambiario para detener la apreciación del yen y confirmó su postura de política expansiva y la extensión de las facilidades de crédito.

En la eurozona la recuperación ha sido desigual². Mientras Alemania registró un fuerte crecimiento en el segundo trimestre debido al dinamismo de sus exportaciones y de su demanda interna, en los países del oeste, los ajustes fiscales y el alto desempleo incidieron en la desaceleración de los sectores de manufactura y servicios, cuyos índices de actividad se acercaron a niveles de contracción³.

Uno de los grandes obstáculos que han enfrentado las economías desarrolladas durante el proceso de recuperación ha sido el crecimiento poco estable del consumo. La permanencia de altas tasas de desempleo y la debilidad del sector inmobiliario⁴ continúan minando la confianza de las familias y haciendo que éstas posterguen sus decisiones de consumo.

Las ventas al por menor, indicador clave relacionado con el consumo, muestran en alguna medida esta situación. Así por ejemplo, en Estados Unidos las ventas minoristas han crecido a un menor ritmo desde mayo de este año (aunque en setiembre aumentaron).

² Según cifras de Eurostat, la eurozona creció 1,6% en el tercer trimestre del 2010 (variación trimestral anualizada). Por país, Alemania creció 2,8%, mientras que Francia e Italia presentaron tasas de crecimiento de 1,6% y 0,8%, respectivamente.

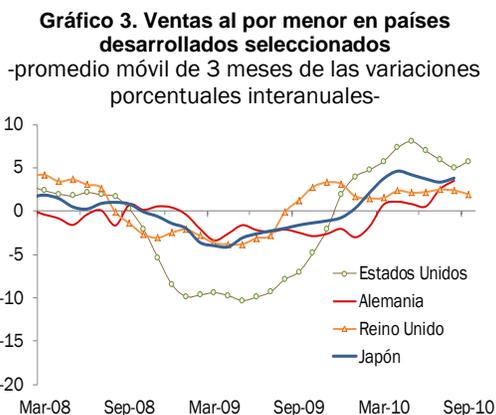
³ El *Purchasing Managers Index* de manufactura para la eurozona cayó a 53,4 puntos en octubre desde 54,1 puntos en setiembre. Por su parte, el índice correspondiente al sector de servicios cayó a 53,2 puntos desde 54,1 puntos en setiembre. Los creadores de este índice interpretan que hay contracción cuando el mismo se ubica por debajo de 50 puntos.

⁴ El sector inmobiliario en Estados Unidos continúa sin repuntar en parte por el retiro, a partir de junio de este año, de los estímulos fiscales a la compra de viviendas y el incremento en los embargos por créditos no honrados.

¹ De acuerdo con la Reserva Federal, las compras se harán inicialmente a un ritmo de EUA\$75.000 millones al mes, enfocándose en títulos con vencimientos entre 2 y 10 años.

² Según cifras de Eurostat, la eurozona creció 1,6% en el

Las economías emergentes de Asia y América Latina (en particular China, India y Brasil) han mostrado a lo largo del 2010 un crecimiento acelerado del PIB, explicado por el dinamismo de la demanda interna, el ingreso de inversión extranjera directa y el incremento en el volumen de exportaciones.



Fuente: Oficina de Censos de Estados Unidos, Oficina Nacional de Estadísticas de Reino Unido, Bundesbank, Ministerio de Economía de Japón y Bloomberg.

No obstante, durante el tercer trimestre este crecimiento se desaceleró, en parte por la pérdida de ritmo en la recuperación de las economías desarrolladas y por los ajustes en las posturas de política monetaria en los países emergentes⁵.

En el caso de China, las presiones inflacionarias, el sobrecalentamiento de la economía y el temor al surgimiento de una burbuja de activos, propiciaron cambios en la política económica. En octubre del 2010 el banco central de ese país, acordó un aumento de 25 puntos básicos en las tasas de depósitos y préstamos interbancarios, mientras que en noviembre continuaron los

⁵ Por ejemplo, según la Oficina Nacional de Estadísticas de China, este país creció a una tasa interanual de 9,6% en el tercer trimestre del 2010, en tanto que en el primero y segundo trimestres, el crecimiento fue de 11,9% y 10,3%, en su orden.

incrementos en los porcentajes de reservas bancarias⁶.

En América Latina el crecimiento también ha sido desigual durante el 2010. México y los países de América Central mostraron tasas de crecimiento significativamente inferiores a las que informaron los países de América del Sur, situación explicada por la alta dependencia comercial de los primeros con respecto a Estados Unidos.

Por su parte, los países de América del Sur han sacado provecho de los precios favorables de las materias primas de exportación a nivel internacional (especialmente, metales y granos) y el aumento en el volumen de comercio con Asia emergente.

El crecimiento de la producción, propició ajustes en las tasas de política monetaria de algunos países suramericanos (por ejemplo, Brasil, Chile y Perú) para tratar de contener las presiones inflacionarias en el corto plazo.

Cuadro 1. Tasas de interés de política monetaria en países seleccionados de América Latina
 -variaciones en puntos básicos-

	Nivel a Octubre 2010	Variaciones respecto a:		
		Jun-10	Dic-09	Oct-09
Brasil	10,75%	50	200	200
Chile	2,75%	175	200	200
Colombia	3,00%	0	-50	-100
México	4,50%	0	0	0
Perú	3,00%	125	175	175

Fuente: Páginas web de los bancos centrales.

La persistencia de tasas de interés cercanas a cero en los países desarrollados y las condiciones favorables para la inversión en las economías emergentes, atrajeron una gran cantidad de flujos de capitales hacia estas (para inversión real y

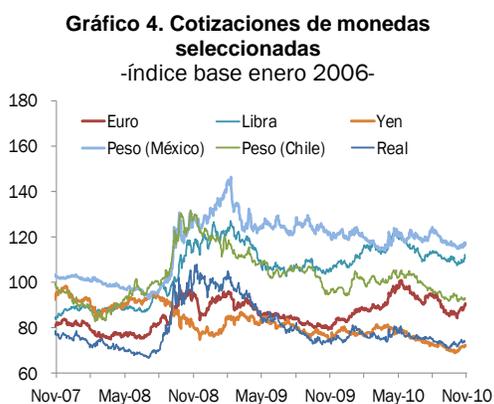
⁶ La tasa para depósitos ascendió a 2,5%, mientras que la tasa para préstamos alcanzó 5,6%.

financiera), sobre todo durante el presente año.

Al respecto, en octubre del 2010 el Instituto de Finanzas Internacionales, aumentó su proyección de flujos privados de capital hacia los países emergentes. De acuerdo con la nueva proyección, se espera que dichos flujos superen los EUA\$825.000 millones a finales del 2010, de los cuales poco más del 25% se estima que irá hacia América Latina.

Este incremento en los flujos de capital explica, en gran medida, la apreciación generalizada que experimentan las monedas latinoamericanas con respecto al dólar, comportamiento que se acentuó durante el tercer trimestre del año. Así por ejemplo, durante este período el real brasileño, el peso colombiano y el peso chileno se apreciaron 6,5%, 5,2% y 11,4% respectivamente, con respecto al trimestre previo.

Los bancos centrales y gobiernos de algunos de estos países han aplicado medidas para tratar de controlar la apreciación de sus monedas, dentro de las cuales destacan la imposición de controles al ingreso de capitales de corto plazo y la mayor intervención en los mercados cambiarios por medio de la compra de reservas internacionales.



Fuente: Bloomberg.

En el caso de Brasil, las presiones sobre la moneda se acrecentaron en setiembre del 2010 con la entrada de dólares que produjo la oferta de acciones de parte de la empresa petrolera PETROBRAS, mediante la cual logró una capitalización cercana a EUA\$3.067 millones.

Dado lo anterior, el Gobierno de Brasil autorizó el uso del fondo soberano de riqueza para comprar dólares en el mercado de contado⁷. Además, en octubre del 2010 aumentó en dos ocasiones el impuesto a las inversiones de renta fija al 6% (impuesto a las operaciones financieras) y de igual modo, aumentó el impuesto a las garantías en el mercado de futuros (de 0,38% a 6%). Finalmente, el Banco Central de Brasil intensificó la compra de divisas mediante la acumulación de reservas monetarias, las cuales alcanzaron una cifra récord de \$285.461 millones al 30 de noviembre del 2010.

Cuadro 2. Principales medidas de política para evitar la apreciación de las monedas
-países seleccionados de América Latina -

	Apreciación III Trimestre	Variación de Reservas III Trimestre	Medidas de política
Brasil	6,5%	US\$22.092 millones	<ul style="list-style-type: none"> • Aumento en el impuesto a las operaciones financieras. • Intervención en el mercado cambiario.
Chile	11,4%	US\$1.270,1 millones	<ul style="list-style-type: none"> • Sin información.
Colombia	5,2%	US\$883,9 millones	<ul style="list-style-type: none"> • Programa de acumulación de reservas. • Depósito en el exterior de fondos en dólares de entidades de gobierno.
Perú	1,4%	US\$ 7.123 millones	<ul style="list-style-type: none"> • Intervención en el mercado cambiario. • Aumento en los encajes bancarios en moneda extranjera.

Fuente: Páginas web de los bancos centrales.

Por su parte, el Banco de la República (Colombia) reanudó su programa de acumulación de reservas mediante el cual

⁷ El fondo soberano fue creado en diciembre del 2008 para formar un ahorro público a partir de excedentes fiscales.

planea comprar al menos EUA\$20 millones diarios hasta enero del 2011 utilizando el mecanismo de subasta competitiva. Asimismo, las autoridades de este país acordaron que los aportes al Gobierno de la petrolera estatal ECOPETROL se depositarán en el extranjero para evitar presiones adicionales a la baja en el tipo de cambio.

De igual modo, el Banco Central de la Reserva de Perú aplicó ajustes en los encajes bancarios para operaciones en dólares⁸ e intensificó su intervención en el mercado cambiario, lo que permitió detener la apreciación de su moneda (con cifras al 30 de noviembre del 2010).

Durante el tercer trimestre del 2010 el Banco Central de Reserva de Perú compró en el mercado de contado EUA\$5.556 millones (EUA\$2.329 y EUA\$851 millones en el primer y segundo trimestre respectivamente), que representaron cerca del 25% de las operaciones interbancarias de contado.

Otras monedas de reserva también se han apreciado con respecto al dólar, debido a que la incertidumbre sobre la recuperación de la economía estadounidense y el exceso de liquidez han incentivado la redistribución de los recursos y la diversificación de las inversiones. Este comportamiento se manifestó particularmente en el franco suizo y el yen, los cuales se apreciaron un 8,8% y 5,5% respectivamente durante el tercer trimestre del 2010.

Por lo anterior, el Banco Central de Japón ha intervenido en el mercado cambiario desde el 15 de setiembre de este año, lo cual llevó a un aumento de las reservas

internacionales por EUA\$47.976 millones en setiembre y octubre del 2010, alcanzando un saldo de EUA\$1,1 billones al cierre de octubre.

1.1.2 Perspectivas de crecimiento económico

Las proyecciones recientes sobre la actividad económica mundial para el 2010 fueron ajustadas levemente al alza (ver Cuadro 3). Pese al menor ritmo de recuperación de las economías desarrolladas a partir del segundo trimestre del 2010, se estima que el PIB mundial podría crecer entre 3,3% y 4,8% al finalizar el año. Por el contrario, las proyecciones para el 2011 fueron recortadas especialmente para los países desarrollados.

En el caso de Estados Unidos, los indicadores de producción, confianza, empleo y consumo sugieren la existencia de importantes obstáculos al crecimiento económico del país particularmente para el 2011.

Como consecuencia, se espera que las autoridades de ese país mantengan los estímulos monetarios y fiscales al menos hasta la mitad del 2011, en espera de señales más claras de recuperación.

Para la eurozona, las proyecciones de crecimiento fueron ajustadas al alza para el 2010, en virtud del destacado desempeño de la economía alemana. No obstante, para el 2011 se estima que el PIB crecerá a menor ritmo a raíz del retiro de los estímulos fiscales y las reformas tributarias implementadas a partir del segundo trimestre del año en curso.

En el caso de Japón, se estima un crecimiento moderado para el 2011, sustentado en la posibilidad de que el sector exportador se beneficie del dinamismo esperado en las economías emergentes.

⁸ A partir de setiembre del 2010 el encaje mínimo legal y el marginal en moneda extranjera aumentaron a 9% y 55% respectivamente (8% y 45% en agosto). Además el encaje para créditos de corto plazo desde el exterior pasó de 50% a 75% en setiembre. Finalmente, la comisión para la venta de títulos del banco central a no residentes se estableció en 4% (0,01% anteriormente).

Cuadro 3. Proyecciones de crecimiento del PIB
 -tasas de variación anual-

	FMI	Banco Mundial	Consensus Forecasts
2010			
Mundo	4,8	3,3	3,8
Países Desarrollados	2,7	2,3	n.d
<i>Estados Unidos</i>	2,6	3,3	2,7
<i>Eurozona</i>	1,7	0,7	1,6
<i>Japón</i>	2,8	2,5	3,0
<i>Reino Unido</i>	1,7	n.d	1,7
Países Emergentes	7,1	6,2	n.d
<i>América Latina</i>	5,7	4,5	5,5
2011			
Mundo	4,2	3,3	3,1
Países Desarrollados	2,2	2,4	n.d
<i>Estados Unidos</i>	2,3	2,9	2,4
<i>Eurozona</i>	1,5	1,3	1,4
<i>Japón</i>	1,5	2,1	1,2
<i>Reino Unido</i>	2,0	n.d	2,0
Países Emergentes	6,4	6,0	n.d
<i>América Latina</i>	4,0	4,1	4,0

Fuente: *WB Global Economic Prospects* (jun-10), *FMI World Economic Outlook* (oct-10) y *Consensus Forecasts* (nov-10).

Un obstáculo para la recuperación de las economías desarrolladas es la posibilidad de que aumente la percepción de riesgo en los mercados financieros, pues ello afectaría las decisiones de inversión, canalizando recursos hacia los instrumentos soberanos de renta fija y dificultando la obtención de recursos por parte del sector privado.

La percepción de riesgo podría reforzarse por la crisis bancaria y presupuestaria que enfrenta actualmente Irlanda⁹, así como las dudas que persisten en relación con la posición fiscal y del sistema financiero de España y Portugal, países que presentan altos niveles de endeudamiento¹⁰.

⁹ En noviembre del 2010, los países miembros de la Unión Europea y el Fondo Monetario Internacional acordaron un programa de ayuda a Irlanda por €85.000 millones, el cual tiene como propósito reestructurar su sistema financiero e introducir reformas fiscales y estructurales.

¹⁰ En el caso de España la principal preocupación es que el fondo de rescate financiero establecido en mayo del 2010 no sea suficiente respaldo para el sistema financiero. En el

En el caso de las economías emergentes de Asia, el menor crecimiento esperado para el 2011 se asocia con la desaceleración de la actividad económica en China, en parte por las medidas aplicadas para enfrentar las presiones inflacionarias.

En América Latina, las proyecciones apuntan a un aumento en la actividad económica para el 2011. Dicho crecimiento estaría concentrado en los países exportadores de materias primas y aquellos que presentan menor relación comercial con Estados Unidos y mayor con los países emergentes de alto crecimiento.

La perspectiva se sustenta también en la posibilidad de que los flujos de inversión hacia los países emergentes continúen en aumento durante el próximo año.

1.1.3 Inflación internacional

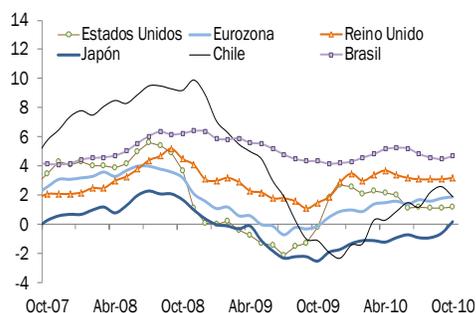
En los países desarrollados, la lenta recuperación de la demanda interna ha hecho posible que los niveles de inflación se mantengan anormalmente bajos y en la mayoría de ellos por debajo de las metas establecidas por los bancos centrales (con excepción de Reino Unido). Esto a su vez ha permitido mantener las tasas de interés de referencia en niveles históricamente bajos. En Estados Unidos por ejemplo, la inflación interanual se ha mantenido alrededor del 1% desde junio del 2010.

En Japón, el índice de precios continúa cayendo en términos interanuales, por la inexistencia de presiones a nivel interno y

caso de Portugal, preocupa el poco avance que ha tenido la reforma fiscal propuesta por el gobierno, debido a la fuerte oposición que ha encontrado dicha reforma en el parlamento. Por su parte, en mayo del 2010, Grecia recibió de parte de los países de la Unión Europea y del FMI, un programa de ayuda por €110.000 millones durante tres años, con el compromiso de reducir su déficit presupuestario que alcanzó 15,4% en diciembre del 2009 hasta 2,6% del PIB en el 2012.

el menor aporte inflacionario del componente importado ante la apreciación reciente del yen. Estimaciones del Banco de Japón indican que el ritmo deflacionario se ha desacelerado y se espera que a mediano y largo plazo la tasa de inflación se mantenga en promedio en 1%, sujeto a una recuperación gradual de la demanda interna y una variación en la tendencia del tipo de cambio.

Gráfico 5. Inflación países seleccionados
 -variación porcentual interanual-



Fuente: Bancos centrales y Bloomberg.

En los países emergentes, a excepción de China¹¹, la inflación se ha estabilizado en niveles consistentes con los objetivos propuestos por las autoridades monetarias. Por ejemplo, en los países latinoamericanos el dinamismo de la demanda interna aún no ha generado presiones sobre la inflación.

En lo que respecta a las materias primas, el precio de los metales, los alimentos y el petróleo continuaron aumentando durante el 2010. El alza en el precio de los metales se asocia con la mayor actividad económica de los países emergentes y la pérdida de valor del dólar.

¹¹ La inflación interanual en China ascendió a 4,4% en octubre del 2010 y se mantienen las presiones a futuro. El Banco de China ha aumentado en varias ocasiones las tasas para depósitos y para préstamos interbancarios, con la intención de restablecer tasas reales positivas y reducir las presiones inflacionarias.

Al respecto la empresa CODELCO, el mayor productor de cobre del mundo, indicó que para el 2011 espera que el precio del cobre continúe en aumento porque los esfuerzos para incrementar la producción serían insuficientes para satisfacer la demanda de los países emergentes, particularmente China.

Asimismo, en el aumento en el precio del oro ha incidido la incertidumbre acerca de la recuperación económica (esto en virtud de su condición de activo de reserva).

En el caso de los alimentos, en especial el trigo y el maíz, se observó un aumento en los precios a partir del tercer trimestre del año, atribuido sobre todo a las expectativas del mercado ante eventuales problemas de oferta¹².

Por su parte, el aumento de 26%¹³ en el precio del petróleo ha evolucionado acorde con las expectativas de crecimiento económico y el aumento en los inventarios (tenencias de petróleo) observado en los países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico durante los primeros nueve meses del año.

La Agencia Internacional de Energía informó en noviembre, que pese a la lenta recuperación de la economía mundial, la demanda de petróleo mundial podría ascender a 87,3 millones de barriles diarios y 88,5 millones de barriles diarios en promedio en el 2010 y 2011, respectivamente.

¹² Por ejemplo, la caída en la producción de trigo en Rusia, tercer productor mundial, por condiciones climáticas extremas llevó a restringir sus exportaciones hasta julio del 2011. A pesar del alza registrada a partir de julio, cuando se compara el precio medio del trigo en el lapso enero-octubre del 2010 con respecto al precio medio del 2009, se observó una reducción del 6%. En el caso del maíz para igual período de comparación la variación fue 5%.

¹³ Compara el precio medio en el lapso enero-octubre del 2010 con respecto al precio medio del 2009.

Cuadro 4. Cotizaciones de los futuros de materias primas
 -dólares de Estados Unidos-

	Precio promedio Octubre 2010	Variaciones acumuladas		
		III trimestre 2010	2010	12 meses
Petróleo WTI (Mar-11)	86,9	1,0%	1,5%	4,6%
Cobre (Mar-11)	378,7	18,0%	16,5%	30,7%
Trigo (Mar-11)	723,0	42,6%	16,3%	21,7%
Soya (Mar-11)	1.181,1	16,3%	14,6%	22,6%
Azúcar (Mar-11)	26,9	38,4%	31,2%	37,2%
Café (Mar-11)	190,4	23,3%	26,7%	27,1%
Cacao (Mar-11)	2.843,3	-8,9%	-14,5%	-13,2%
Aceite Palma (Mar-11)	2.911,8	11,4%	14,1%	34,2%
Maíz (Dic-11)	512,3	16,7%	14,9%	21,9%

Fuente: Bloomberg.

Asimismo, destacó que, de continuar el descenso en los inventarios de petróleo observado en octubre y noviembre, existe un riesgo de aumento en los precios del petróleo en el 2011.

A futuro se estima que el precio de los metales y los alimentos mantendrán la tendencia actual.

1.1.4 Mercados financieros

Los problemas fiscales en algunos países europeos durante el segundo trimestre del 2010 generaron mayor incertidumbre y percepción de riesgo, lo cual se reflejó en un aumento temporal en la volatilidad de los mercados y en caídas significativas en las bolsas internacionales¹⁴.

Actualmente persisten las dudas sobre la sostenibilidad de los niveles de deuda de largo plazo de varios países y los resultados que tendrían las reformas fiscales recientemente implementadas. Pese a ello, los mercados financieros se han estabilizado (menor volatilidad) y se

¹⁴ Cuando se anunciaron los problemas de deuda de los países europeos, la incertidumbre del mercado se fundamentó en la posibilidad de contagio a otras economías por medio del sistema financiero y en la creencia de que los bancos comerciales estaban en riesgo por poseer cantidades importantes de bonos soberanos.

observa un aumento en la actividad bursátil, particularmente en los mercados de países emergentes, producto de la entrada de flujos de capitales.

Las medidas de ajuste fiscal aplicadas por algunos países europeos, permitieron que los premios por riesgo de deuda soberana se redujeran¹⁵; no obstante, estos se mantienen por encima de los niveles observados antes del inicio de la crisis financiera en el 2008. En términos generales, los países emergentes experimentan una caída en los costos de financiamiento que ha sido aprovechada para mejorar su gestión de deuda.

Gráfico 6. Índices bursátiles en los mercados financieros



Nota:

Dax 30: índice bursátil de referencia de la Bolsa de Frankfurt.

FTSE 100: índice de los 100 principales valores de la Bolsa de Londres.

S&P 500: índice bursátil que incluye las 500 compañías más grandes del mundo.

VIX S&P: índice que mide la volatilidad implícita del índice bursátil S&P 500.

Fuente: Bloomberg.

El buen desempeño de las economías latinoamericanas y los ajustes positivos en las calificaciones de riesgo soberano recientemente anunciados (entre ellos la mejora en la calificación de Costa Rica por parte de Moody's) se reflejaron en una mejora en la percepción de riesgo de estos

¹⁵ Se refiere al costo por aseguramiento de la deuda contra eventos de no pago y a los diferenciales en el rendimiento con respecto a los bonos del tesoro de Estados Unidos.

países y en una caída en los márgenes de la deuda latinoamericana con respecto a los bonos del tesoro de Estados Unidos.

Cuadro 5. Margen de rendimiento entre los bonos soberanos de países emergentes y los del Tesoro de Estados Unidos
 -puntos básicos-

	Cotización a Octubre 2010	Variaciones		
		Acumulada III trimestre	Acumulada 2010	Últimos 12 meses
Asia	165	-82	-39	-99
Europa	197	-60	-13	-67
América Latina	298	-51	-30	-61
Argentina	528	-146	-132	-179
México	129	-28	-35	-84
Colombia	139	-61	-57	-92
Perú	136	-41	-29	-68
Brasil	175	-42	-17	-56
Panamá	135	-46	-36	-83
Costa Rica	166	-28	-45	-88

Fuente: Bloomberg.

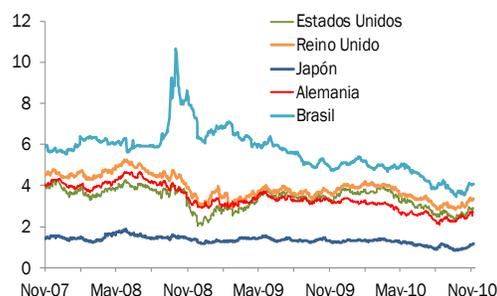
Otros factores que favorecieron la estabilidad de los mercados financieros fueron: i) la publicación de resultados positivos de la aplicación de pruebas de estrés en Europa y Estados Unidos, ii) los cambios regulatorios anunciados por el Comité de Basilea III, que pretenden mejorar la posición de capital de los bancos comerciales, iii) la ampliación de los programas de inyección de liquidez y crédito interbancario por parte de los bancos centrales de los países desarrollados y iv) la aprobación en julio del 2010 de la reforma regulatoria del sistema financiero de Estados Unidos¹⁶.

Debe destacarse sin embargo que, a consecuencia de la incertidumbre existente en los mercados financieros con respecto a la recuperación de la economía mundial, las tasas de los bonos de deuda de largo plazo de Estados Unidos y Alemania

¹⁶ La reforma financiera de Estados Unidos pretende entre otras cosas: 1) crear un marco de responsabilidades, 2) proteger a las familias de prácticas abusivas, 3) consolidar la supervisión bancaria, 4) reformar el mercado de derivados financieros y 5) promover la estabilidad y transparencia del sistema financiero.

continuaron descendiendo. Este comportamiento se atribuye a tres factores principalmente: i) el aumento en la demanda de instrumentos financieros considerados más seguros, ii) la expectativa del mercado de que las tasas de política monetaria se mantendrán bajas al menos hasta finales del 2011 y iii) la ampliación de las compras de activos por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos.

Gráfico 7. Rendimiento de bonos soberanos a 10 años en países seleccionados



Fuente: Bloomberg.

En América Latina, los títulos de deuda de Brasil también experimentaron una caída en su rendimiento de largo plazo.

En síntesis, las condiciones del entorno económico internacional condicionarán sin duda alguna el comportamiento de la economía costarricense en el 2011. Conforme se materialice el ajuste a la baja en las proyecciones de crecimiento de la economía mundial y en particular de Estados Unidos (principal socio comercial), no se descarta un impacto negativo en las exportaciones locales y un efecto posterior en la demanda interna (dado su posible impacto en producción y empleo), lo cual se reflejaría en menores presiones inflacionarias a futuro.

No obstante, esta situación podría verse compensada al menos parcialmente de continuar la tendencia ascendente en el precio de las materias primas,

principalmente de los alimentos y petróleo, pues es de esperar que ello impacte la formación de precios de los bienes locales que incorporan dichas materias primas.

1.2 Evolución reciente de la inflación en Costa Rica

En los primeros once meses del 2010 la inflación interanual se aceleró en comparación con el dato observado al término del 2009, aunque con respecto a igual período del año pasado se redujo, en promedio en 2,7 puntos porcentuales. Además, el crecimiento interanual de los precios se ha mantenido dentro del rango meta para diciembre del 2010, con excepción de mayo, junio y noviembre cuando se ubicó ligeramente por encima de dicho rango.

La aceleración estuvo concentrada en el primer trimestre del año, reduciéndose de manera importante en los siguientes. La presión al alza se reflejó especialmente en los alimentos de origen agrícola y en los servicios regulados, en un contexto donde la inflación importada, la demanda interna, los agregados monetarios, el crédito al sector privado y el tipo de cambio no han contribuido al aumento de las presiones inflacionarias.

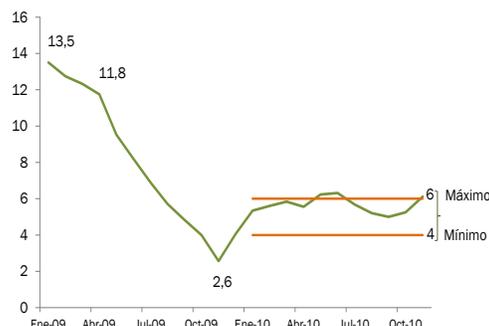
1.2.1 Inflación general

La inflación general, medida por la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor (IPC), mostró en el período enero-noviembre del 2010 una tendencia al alza con respecto a la registrada en diciembre del 2009 (4%). Sin embargo, con excepción de los meses de mayo, junio y noviembre, ésta se mantuvo dentro del rango meta establecido para diciembre del 2010 en el Programa Macroeconómico 2010-11 y su revisión (entre 4% y 6%).

Aunque en noviembre del 2010 la inflación interanual (6,1%) superó en 3,5 puntos porcentuales a la de igual periodo del 2009, la variación media de enero a noviembre del año en curso (5,6%) resultó inferior en 2,7 p.p. a la cifra correspondiente a igual lapso del 2009, lo

cual da indicios de un elevado grado de desinflación en la economía¹⁷.

Gráfico 8. Inflación y objetivo de inflación
-variación porcentual interanual-



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

La mayor presión inflacionaria observada durante los primeros once meses del 2010 se concentró en el primer trimestre. En efecto, de la inflación acumulada hasta noviembre (5,0%), un 51% se originó en dicho trimestre. Lo anterior como resultado, principalmente, de los ajustes en los precios del componente regulado del IPC (especialmente el servicio de taxi, agua y combustibles) y de los servicios de educación. Para los siguientes meses la presión se redujo considerablemente, así por ejemplo, el segundo y tercer trimestre explicaron un 16% y 9%, respectivamente, de la inflación acumulada a noviembre.

Al desagregar la evolución del IPC por grupos, el de alimentos y bebidas no alcohólicas fue el que registró el mayor aporte porcentual a la variación acumulada a noviembre (29,7%), debido especialmente al comportamiento de los alimentos de origen agrícola (hortalizas, leguminosas y tubérculos), que registraron una variación acumulada de 35%.

¹⁷ Esta situación es más notoria al comparar el resultado actual con el promedio de inflación registrado entre los años 2000 y 2008 (11,2%).

Además destacaron los grupos de alquiler y servicios de la vivienda y de transporte. Estos dos grupos, en conjunto con el de alimentos y bebidas no alcohólicas, explicaron el 67,2% de la variación acumulada.

En el grupo de alquiler y servicios de la vivienda destacaron los servicios de agua y electricidad, cuyos precios acumularon una variación de 30,1% y 7,2%, respectivamente y explicaron más de 62% del aporte de dicho grupo al resultado general acumulado. Por su parte, en transporte, el mayor aporte positivo provino de los servicios de taxi y autobús, con un crecimiento acumulado de 30,1% y 5,4%, respectivamente; en este grupo, los combustibles tuvieron un aporte negativo a la variación del IPC, debido a que su precio acumulado a noviembre se redujo en 0,9%. Los servicios antes mencionados se encuentran dentro del componente regulado del IPC.

Cuadro 6. Índice de precios al consumidor (IPC) por grupos

	A noviembre del 2010		
	Variación % acumulada	Aporte % variación acumulada	Ponderación % en la canasta dic 09
IPC total	5,0	100,0	100,0
Alimentos y bebidas no alcohólicas	6,9	29,7	21,7
Alquiler y servicios de la vivienda	10,4	23,3	11,3
Transporte	4,3	14,2	16,5
Resto:			
Educación	9,6	11,8	6,2
Comidas y bebidas fuera del hogar	4,8	9,2	9,6
Salud	6,8	6,7	5,0
Artículos para vivienda y servicio doméstico	3,2	5,4	8,6
Bienes y servicios diversos	3,5	4,3	6,1
Bebidas alcohólicas y cigarrillos	5,3	0,8	0,7
Prendas de vestir y calzado	0,4	0,4	4,4
Comunicaciones	-1,2	-0,7	3,3
Entretenimiento y cultura	-3,8	-5,0	6,6

Fuente: Elaboración propia con información del Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC).

Con excepción de los bienes agrícolas, los demás bienes y servicios referidos en los

párrafos anteriores forman parte del conjunto de bienes y servicios regulados en la canasta del IPC, los cuales tienen una ponderación de alrededor del 20%. Como se aprecia en el cuadro 7, un 32,5% de la inflación acumulada de enero a noviembre se originó en este componente, en especial por el comportamiento de los servicios de transporte público, agua y electricidad, como se detalla más adelante.

Cuadro 7. IPC: Regulados y no regulados aporte porcentual al resultado acumulado

	A noviembre del 2010		
	Variación % acumulada	Aporte % variación acumulada	Ponderación % en la canasta dic 09
IPC total	5,0	100,0	100,0
Regulados total	8,1	32,5	20,3
de los cuales:			
Transporte en taxi	30,1	10,5	1,8
Servicio de agua	30,1	8,6	1,4
Servicio de electricidad	7,2	5,9	4,2
Pasaje de autobús	5,4	3,4	3,2
Combustibles para vehículo	-0,9	-0,8	4,7
No regulados total	4,3	67,5	79,7
de los cuales:			
Hortalizas, leguminosas y tubérculos	35,2	16,4	2,4

Fuente: Elaboración propia con información del Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC).

Al considerar los subíndices de transables y no transables, la evolución de la inflación se explica por los ajustes en los precios de los bienes y servicios no transables, que a noviembre crecieron a una tasa interanual de 9% y cuyo aporte porcentual a la variación acumulada del IPC a ese mismo mes fue del 97,1%.

Cuadro 8. IPC: transables y no transables

	A noviembre del 2010		
	Variación % acumulada	Aporte % variación acumulada	Ponderación % en la canasta dic 09
IPC total	5,0	100,0	100,0
Transables	0,4	2,9	36,4
No transables	7,7	97,1	63,6

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Destaca el aporte muy bajo (2,9%) del componente transable de la canasta del IPC, con una ponderación del 36,4%, con el cual se aproxima el impacto de la inflación importada sobre la evolución de los precios locales. Aun excluyendo de este subíndice a los combustibles, cuyo precio acumulado registró una reducción, el aporte porcentual de este componente a la variación acumulada del IPC sería sólo de un 3,8%.

Dado el comportamiento descrito para el subíndice de transables, la inflación importada no fue un factor relevante para explicar la inflación entre enero y noviembre del 2010. Este resultado se asocia con la tendencia a la baja que mostraron los precios promedio de los granos básicos en el mercado internacional (a pesar que el maíz y el trigo revirtieron a partir de agosto la tendencia a la baja) y la apreciación del colón con respecto al dólar estadounidense en lo transcurrido del año.

En efecto, la apreciación de la moneda local (10,9%) entre diciembre del 2009 y noviembre del 2010¹⁸, junto con la reducción en los precios de los granos básicos¹⁹ (maíz, trigo, arroz y soya) en el

mercado internacional, compensaron el alza del precio en dólares del petróleo de un 26%, al considerar el precio medio entre enero y octubre del 2010 en relación con el de 2009.

Lo anterior, junto con el comportamiento de las expectativas de inflación que se describen más adelante, muestra que uno de los riesgos del proceso de desinflación es que se presente una reversión en la tendencia a la baja en el tipo de cambio del colón con relación al dólar.

Dada la resistencia a la baja en el precio de los bienes no transables, en caso de revertirse la tendencia actual a la apreciación, la disminución en la tasa general de inflación podría continuar solo si se asume un costo temporal en términos de menor empleo y producción.

Al realizar una descomposición de la inflación interanual al mes de noviembre según las categorías donde se presentaron las presiones alcistas (cuadro 9), se observa que la presión inflacionaria se concentró en la canasta de alimentos y en los regulados, tal como se indicó en párrafos anteriores.

¹⁸ Considerando el promedio mensual del tipo de cambio compra-venta del dólar estadounidense en diciembre 2009 y noviembre del 2010.

¹⁹ Dichos precios ya se habían reducido significativamente en el 2009; así, el precio promedio del maíz, trigo, arroz y harina de soya cayó en 25%, 31%, 15% y 2% con respecto al 2008. En ese mismo orden, el precio promedio en los primeros diez meses del año de estos productos mostró una variación de 5%, -6%, -12% y -11% respectivamente,

con respecto al precio promedio del 2009. Sin embargo, el precio del maíz y el trigo mostraron entre agosto y octubre una tasa de crecimiento interanual promedio de 31% y 32%, respectivamente.

Cuadro 9. IPC: Descomposición de la inflación anual según presiones alcistas a noviembre 2010

Descripción	Crecimiento interanual				Participación porcentual en la aceleración a noviembre
	Dic-09	Mar-10	Jun-10	Nov-10	
Inflación					
Total	4,0	5,6	6,3	6,1	100,0
Sin alimentos	5,5	6,4	6,6	5,4	-0,4
Transables	2,5	1,8	1,4	0,5	-26,0
No transables	7,8	6,5	7,3	7,4	-1,0
Regulados	6,8	13,1	13,5	9,6	26,7
Alimentos	0,8	3,7	5,5	7,9	100,4
Pan, cereales y aceites	1,8	4,5	4,1	5,7	10,2
Carnes	0,6	3,1	3,0	4,4	9,2
Productos lácteos y huevos	5,9	0,3	2,9	-0,5	-12,0
Hortalizas, leguminosas, tubérculos y frutas	-20,1	0,4	13,5	33,8	99,0
Comidas y bebidas fuera del hogar	7,4	6,1	6,1	6,1	-4,9
Otros	6,8	4,2	4,2	5,5	-2,7

Fuente: Elaboración propia con información del Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC).

En el caso de los alimentos, la mayor participación porcentual en la aceleración provino de las hortalizas, leguminosas, tubérculos y frutas, cuyos precios en conjunto iniciaron una aceleración a partir de mayo y en noviembre mostraron un crecimiento interanual de 33,8% (en diciembre del 2009 por el contrario mostraron una deflación de 20,1%). Las condiciones climáticas incidieron en la reducción de la oferta hortícola, tanto por pérdidas de cosechas como por un menor rendimiento.

Por su parte, en el caso de los regulados, la presión se originó en los servicios, los cuales presentaron en noviembre una variación interanual en torno al 12,1%. Particularmente, influyeron los ajustes en tarifas de taxi, agua, electricidad y autobús, con variaciones interanuales de 30,1%, 30,1%, 7,2% y 5,4%, respectivamente.

En general los ajustes en las tarifas de los bienes y servicios regulados se obtienen de modelos de fijación de precios, cuyo objetivo consiste en mantener el equilibrio

financiero²⁰ de las empresas públicas y privadas involucradas, para garantizar la continuidad y expansión del servicio público.

Sin embargo, ajustes de tarifas con diferencias tan marcadas con respecto a la inflación del 2009 (4%) y la inflación acumulada a noviembre del 2010 (5%) muestran la necesidad de una revisión de las metodologías de fijación de las tarifas de los servicios públicos, para que éstas reflejen la reducción que se ha dado en la inflación en relación con sus niveles históricos.

En suma, de acuerdo con las diferentes desagregaciones del IPC que se han analizado, la presión inflacionaria en lo que va del año respondió, en mayor medida, al impacto de factores fuera del control del Banco Central en el corto plazo, como condiciones climáticas adversas y resoluciones de la Autoridad Reguladora de los Servicios Públicos (ARESEP) orientadas a preservar el equilibrio financiero de las entidades que prestan los servicios públicos.

Aunado a lo anterior, la presión inflacionaria también se asocia con expectativas de inflación, que a pesar de su desaceleración, a lo largo del 2010 se han ubicado por encima del rango meta de inflación para el término de ese año. De acuerdo con las encuestas mensual y trimestral formuladas por el Banco Central, en noviembre la expectativa a doce meses fue de 6,8% y en la encuesta del tercer trimestre alcanzó un 7,1% (ver sección 1.3.3).

Por otra parte, así como no se evidencia un impacto de la inflación importada sobre los precios locales, de acuerdo con la evolución del componente transable del IPC, tampoco se aprecian contribuciones al

²⁰ El concepto de equilibrio financiero está contenido en la Ley de la Autoridad Reguladora de los Servicios Públicos (No. 7593).

aumento de las presiones inflacionarias por la vía de la demanda interna (al considerar que el producto se encuentra por debajo de su nivel potencial) ni del comportamiento de los agregados monetarios, del crédito al sector privado y del tipo de cambio.

No obstante lo anterior, el crecimiento interanual a noviembre del componente no transable del IPC (9%) se asocia en parte con presiones de demanda interna, originadas por el aumento durante el 2010 en los salarios reales (4,7% en el sector privado y 7,7% en el público) superior al del producto interno bruto per cápita (2,8%), así como por el déficit del Gobierno (3,5% del PIB a octubre del 2010).

Estos factores han apreciado el tipo de cambio real y el nominal, en este último caso debido a que la política monetaria ha influido para que los agregados monetarios hayan crecido en torno al PIB nominal, por lo cual el aumento en el precio relativo de los no transables no se trasladó totalmente al índice general de precios.

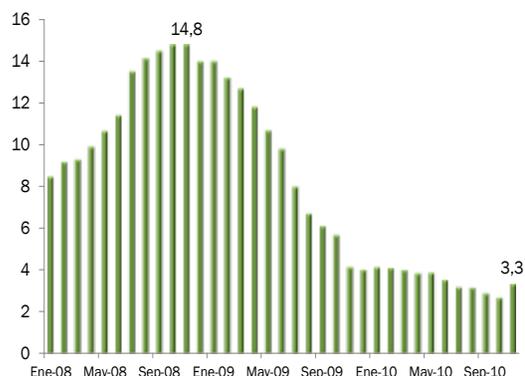
1.2.2 Inflación subyacente

El Índice Subyacente de Inflación (ISI)²¹, que es un indicador más asociado al fenómeno monetario y sobre el cual la política monetaria tiene una mayor influencia, mostró entre enero y noviembre del 2010 una tendencia desacelerada, alcanzando en noviembre un crecimiento interanual del 3,3% y una variación acumulada de 2,8%.

Al comparar la tasa interanual de noviembre con respecto a enero, se registró una reducción de 0,7 p.p. (0,8 p.p.

con respecto a diciembre del 2009). Este comportamiento contrasta con la evolución observada para ese mismo periodo de la inflación general, medida por la variación del IPC.

Gráfico 9. Inflación subyacente (ISI)
-variación porcentual interanual-



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

La descomposición de la inflación subyacente interanual al mes de noviembre según presiones a la baja (cuadro 10), pone de manifiesto que la mayor participación porcentual en la desaceleración provino de los bienes, excluidos alimentos. En el caso de los servicios, los referidos a alimentos fuera del hogar registraron la mayor participación porcentual en la tendencia desacelerada del ISI.

²¹ El ISI excluye los precios de los productos más afectados por estacionalidad, por factores irregulares de naturaleza climática, los fijados por la Autoridad Reguladora de Servicios Públicos (energía eléctrica, agua, teléfono, gas, combustibles y taxi, entre otros) y los ajustados una o dos veces al año (universidades, colegios y escuelas). En total, excluye un 30,7% del peso del IPC.

Cuadro 10. ISI: Descomposición de la inflación subyacente anual según presiones a la baja a noviembre 2010

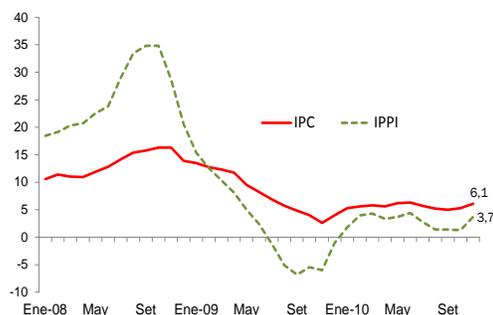
Descripción	Crecimiento interanual				Participación porcentual en la desaceleración a noviembre 10
	Dic-09	Mar-10	Jun-10	Nov-10	
Inflación Subyacente					
Total	4,0	4,0	3,5	3,3	100,0
Bienes	2,7	2,5	2,2	2,2	53,4
Alimentos	2,9	4,0	3,8	4,8	-70,1
Otros bienes	2,6	1,5	1,0	0,2	123,5
Servicios	6,0	6,3	5,6	5,2	46,6
Alimentos fuera del hogar	7,4	7,3	6,1	6,1	23,6
Médicos	11,7	11,1	10,6	8,6	13,3
Otros servicios	4,2	4,7	4,4	3,8	9,6

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

1.2.3 Inflación del productor industrial

La inflación del productor medida con la tasa de variación interanual del Índice de Precios al Productor Industrial (IPPI), se aceleró particularmente durante el primer trimestre del año, lo que contrasta con la tendencia deflacionaria del segundo semestre del 2009 (-4,2%). No obstante el cambio en la tendencia, en noviembre la variación interanual del IPPI alcanzó 3,7% y su variación acumulada en el lapso enero-noviembre fue de 3,2%, con lo cual la tasa anualizada se ubicó en 3,5%.

A pesar de que el precio del petróleo se ha incrementado en el mercado internacional, en la canasta del IPPI el precio de los combustibles, al igual que en la del IPC, se redujo. Al mes de noviembre los combustibles registraron una variación interanual nula y deflación en la acumulada (4,7%). El incremento del precio en dólares del petróleo fue compensado por la apreciación de la moneda local con respecto al dólar estadounidense. Al cuantificar el IPPI excluyendo combustible, la variación interanual en noviembre se situó en 4%.

Gráfico 10. IPC e IPPI
-variación porcentual interanual-


Fuente: Banco Central de Costa Rica e Instituto Nacional de Estadística y Censos.

En el resultado del IPPI también influyó la reducción en el precio de los granos básicos a nivel internacional, situación que fue reforzada por la apreciación del colón.

Dado el comportamiento del IPPI²², por la vía de los costos no salariales, no se evidencia un aumento de la presión inflacionaria que ponga en riesgo el cumplimiento del objetivo de inflación para el 2010 establecido en el Programa Macroeconómico 2010-11.

1.3 Determinantes de la inflación

1.3.1 Demanda agregada

Durante el 2010, la actividad económica ha mostrado un proceso sostenido de recuperación, aunque a partir de abril el ritmo de crecimiento del producto ha tendido a desacelerarse.

El mayor dinamismo de la actividad económica en comparación con el año previo, no ha generado aún presiones inflacionarias, toda vez que el producto se encuentra por debajo de su nivel potencial, aunque con una brecha decreciente.

²² El IPPI puede considerarse como un indicador adelantado del IPC, ver "Diseño de un índice sintético adelantado para la inflación: el caso de Costa Rica", EEI-07-99 en <http://www.bccr.fi.cr/ndie/inflacion.htm>.

En el 2010 continuó el proceso de recuperación de la actividad económica iniciado en el segundo trimestre del 2009, aunque a partir de abril el ritmo de crecimiento tendió a desacelerarse. La variación media interanual de la tendencia ciclo del índice mensual de actividad económica (IMAE) en el lapso enero-octubre fue de 4,7%, (-2,0% en igual período del año previo) tasa consistente con el crecimiento proyectado de 4,0% para el Producto Interno Bruto (PIB), incorporado en la revisión del Programa Macroeconómico 2010-11.

Cuadro 11. IMAE por industria: variación interanual y media

-Cifras a octubre 2010-

	2009		2010	
	Interanual	Media ¹	Interanual	Media ¹
Agricultura	1,1	-2,7	4,5	6,1
Manufactura	5,2	-6,4	-1,1	4,9
Minas y canteras	-11,0	-16,2	-4,2	-5,6
Electricidad y agua	1,1	0,2	1,1	2,5
Construcción	-4,2	-2,4	-6,4	-6,8
Comercio	-1,9	-4,2	4,5	3,3
Hoteles	-8,6	-12,2	4,6	3,2
Transporte, almacenaje y comunicaciones	3,0	2,2	7,7	6,6
Servicios financieros y seguros	3,4	3,8	2,2	2,0
Otros servicios prestados a empresas	8,1	8,8	9,0	9,1
SFMI ²	5,6	6,1	1,9	2,1
Resto de industrias ³	3,2	3,3	4,3	4,0
Total IMAE	2,2	-2,0	2,9	4,7

¹Variación del nivel medio del período que termina en el mes, respecto al nivel medio del mismo período del año anterior.

²Servicios financieros medidos indirectamente.

³Incluye restaurantes, actividades inmobiliarias, servicios de administración pública, servicios comunales, sociales y personales.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

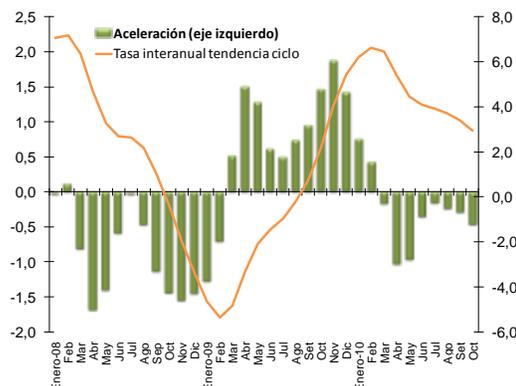
El comportamiento de la producción refleja en alguna medida el efecto de “rebote” que se produce luego de que ha habido una contracción de la actividad económica, tal como sucedió en el 2009 (ver Recuadro 1).

Como se indicó en el Informe de Inflación de mayo del presente año, la reactivación de la actividad económica fue inicialmente liderada por la demanda externa. No

obstante, la baja del crecimiento de las economías desarrolladas y, particularmente de Estados Unidos, así como la apreciación del tipo de cambio real, se reflejaron a lo interno en un menor dinamismo de actividades estrechamente relacionadas con el sector externo, como la manufactura ligada a zonas francas y el turismo, lo cual explica en buena medida la desaceleración observada en el producto a partir de abril. Por otra parte, las actividades de manufactura no relacionadas con los regímenes especiales (principalmente las empresas medianas y grandes), mostraron hasta octubre del presente año tasas de variación positivas.

Como se aprecia en el cuadro 11, las actividades de manufactura (con la salvedad indicada para las no relacionadas con los regímenes especiales), minas y canteras y construcción son las únicas que presentaron variaciones interanuales negativas. Esta última incluso mostró un mayor decrecimiento que en el 2009, explicado tanto por la menor disposición de recursos para obra pública como por la caída en la construcción privada.

Gráfico 11. IMAE: variación interanual y aceleración
-en porcentajes-



¹ Aceleración: diferencia absoluta entre la tasa de variación interanual de la tendencia ciclo del mes actual y la del mes anterior.

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

La reactivación de la actividad económica se ha manifestado en otros indicadores como el empleo y las ventas de combustible y de electricidad. Al término de octubre, el empleo medido con base en las estadísticas de la Caja Costarricense de Seguro Social sobre el número de trabajadores cotizantes, mostró un crecimiento medio de 2,4% (3,0 puntos porcentuales más que un año atrás)²³, en tanto que las ventas de combustibles y electricidad crecieron a una tasa media de 3,3% y 4,1% respectivamente (3,2% y -2,1% en el 2009).

Estimaciones preliminares del PIB real por componentes del gasto para el segundo trimestre del 2010 muestran una variación interanual de 4,4% de la demanda externa y de 7,3% para la demanda interna, lo cual significó una mejora en comparación con el año anterior, aunque en el caso de la demanda externa, se observó una significativa desaceleración con respecto al primer trimestre del presente año, cuando había crecido un 14%. Esto debido fundamentalmente al menor dinamismo de las exportaciones.

La mejora de la demanda interna se debió principalmente al proceso de reposición de inventarios por parte de las empresas, que contribuyó a que la formación de capital fijo creciera de manera significativa con respecto a lo observado en el 2009 cuando registró una variación negativa.

²³ Según los resultados de la Encuesta Nacional de Hogares realizada por el Instituto Nacional de Estadística y Censos, con la nueva metodología, la tasa de desempleo disminuyó entre julio del 2009 y julio del 2010 de 8,4% a 7,3%. La nueva metodología incorporó algunos cambios para adaptarla a las actuales condiciones demográficas, económicas y sociales del país, por lo cual los indicadores obtenidos para el 2009 y 2010 no son comparables directamente con los datos de la anterior Encuesta de Hogares de Propósitos Múltiples.

Cuadro 12. Demanda global real
-variación porcentual interanual-

	Trimestre				
	II-09	III-09	IV-09	I-10	II-10
Demanda global	-10,7	-8,9	-0,7	9,0	6,2
Demanda interna	-12,4	-8,3	-0,3	6,5	7,3
Consumo total	2,0	1,7	1,7	3,1	2,9
Privado	1,6	1,3	1,4	2,9	2,7
Gobierno	5,4	5,1	4,7	4,9	4,5
Formación de capital	-41,9	-34,3	-8,47	19,4	23,2
de la cual:					
Formación de capital fijo	-17,7	-12,8	-4,4	3,7	4,9
Demanda externa	-7,7	-9,8	-1,5	14,0	4,4

Fuente: Banco Central de Costa Rica.

También contribuyó a este resultado el comportamiento del consumo final. El gasto de los hogares creció a una tasa media de 2,8% en los dos primeros trimestres del 2010, muy por encima de la variación registrada en el último trimestre del 2009 (1,4%).

No obstante, el comportamiento del consumo de los hogares podría perder dinamismo a corto plazo, pues en los últimos nueve meses el Índice de Confianza del Consumidor que calcula la Universidad de Costa Rica ha seguido una tendencia hacia la baja que se acentuó en noviembre. Dicho índice bajó 6,4 puntos desde febrero, alcanzando en noviembre un valor de 47,8 (en una escala de cero a 100)²⁴.

Por su parte, el aumento del gasto del Gobierno Central se originó en la política “anticíclica” aplicada en el 2009 para aminorar los efectos de la crisis, la cual no ha sido revertida. Esa política consistió en un aumento considerable en salarios en el Gobierno Central que ha tendido a generalizarse a otras entidades que

²⁴ Según indica el documento “XXVIII Encuesta de Confianza del Consumidor. Noviembre, 2010”, una baja significativa de la confianza del consumidor entre agosto y noviembre no se presentaba desde el 2005, por lo que revela que los consumidores están percibiendo circunstancias extraordinarias no comparables con años anteriores.

dependen de transferencias del Presupuesto Nacional. Estos aumentos han ejercido una presión al alza, principalmente, en los precios de los bienes no transables.

Los ingresos y gastos corrientes del Gobierno crecieron a octubre del 2010 a una tasa real interanual de 8,4% y 18,2% respectivamente²⁵, lo cual dio lugar a un significativo crecimiento del déficit fiscal (68% en comparación con octubre del 2009). Dicho déficit se ha financiado mediante endeudamiento interno, aunque ello aún no ha presionado las tasas de interés locales debido a que el crédito al sector privado no ha mostrado dinamismo. Sin embargo, ese déficit muy probablemente ha impedido que las tasas de interés domésticas bajen.

Pese a la mejora comentada en la demanda global, y en particular de la demanda interna, ésta no ha constituido una fuente de presión inflacionaria, pues se estima que la producción aún continúa en un nivel inferior a su potencial²⁶ (la brecha del producto es negativa). No obstante, como se mencionó antes, el mayor gasto público, que proviene principalmente del incremento en salarios, ha presionado al alza los precios de los bienes no transables (apreciación del tipo de cambio real), que han crecido un 9%

interanual a noviembre del 2010 y que, dada la política monetaria, ha repercutido en una presión a la apreciación del tipo de cambio nominal.



¹ Estimación del Modelo Macroeconómico de Proyección Trimestral (MMPT), noviembre 2010.
Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Con base en la liquidación presupuestaria a setiembre del 2010, se estima que en este año el rubro de sueldos y salarios del Gobierno General²⁷ crecerá en términos reales un 6,8% (13,9% un año atrás), debido principalmente al ajuste en el Gobierno Central (7,7%) y en la Caja Costarricense de Seguro Social (7,6%).

²⁵ Estas cifras se calcularon con base en el Cuadro de Ingresos y Gastos del Gobierno Central elaborado por la Secretaría Técnica de la Autoridad Presupuestaria. En relación con el aumento de los ingresos corrientes, este se explica fundamentalmente por los ingresos no tributarios, dentro de los cuales destaca la transferencia del Fondo de Desarrollo y Asignaciones Familiares, para financiar programas sociales. A octubre del 2010, los ingresos tributarios crecieron en términos reales un 2,7%.

²⁶ Ver "Estimación del Producto Potencial para Costa Rica: período 1991-2006". DIE-02-2007, en <http://www.bccr.fi.cr/ndie/produccion.htm>. La brecha del producto es la diferencia entre el producto (PIB) efectivo y el potencial. Este último concepto se refiere al nivel máximo de producto que la economía puede alcanzar con el pleno empleo de sus recursos productivos, entendiendo pleno empleo como el nivel de utilización de recursos que no genera presiones inflacionarias.

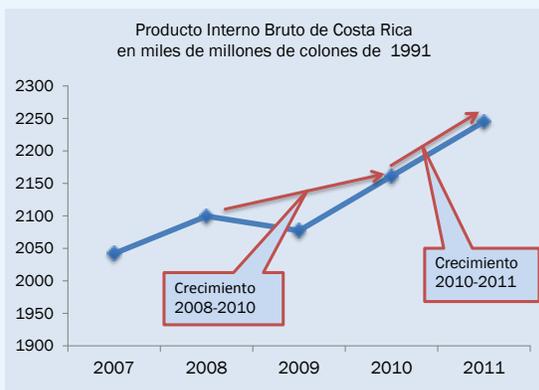
²⁷ Incluye al Gobierno Central, a la Caja Costarricense de Seguro Social, a las municipalidades y al resto de instituciones del Gobierno General (excepto las empresas estatales).

Recuadro 1. Estimación del efecto de “rebote” en la producción después de la contracción del 2009

Como consecuencia de la crisis financiera internacional, la economía costarricense experimentó en el 2009 su primera caída en la producción en casi 30 años. En dicho año, el PIB, principal medida de la actividad económica, presentó una reducción del 1,1%.

Luego de la contracción indicada y de la subsecuente recuperación económica mundial observada en lo que va del 2010¹, se estima que la economía costarricense retomó su senda de crecimiento y crecerá en el 2010 y en el 2011 en torno al 4%².

El crecimiento estimado para el 2010 es reflejo en buena medida del “efecto rebote”³ que generalmente se presenta tras una caída en la producción, esta vez alentado por la recuperación observada en el orbe, dado el estrecho vínculo de la economía costarricense con la economía mundial.



Estimaciones preliminares del PIB trimestral de la economía costarricense indican que en el primer semestre del 2010 este agregado creció un 4,7% con respecto al mismo período del 2009. Por otra parte, la proyección mensual con base en el Indicador Mensual de Actividad económica (IMAE) apunta a que en el segundo semestre la economía continuará creciendo aunque a un menor ritmo.

¹ Las proyecciones más recientes del Fondo Monetario Internacional FMI indican que la economía mundial crecerá un 4,8% en el 2010 y un 4,2% en el 2011. Las estimaciones para el primer y segundo trimestre del 2010 apuntan a que el crecimiento fue de un 5,4% y un 4,6% respectivamente.

² De acuerdo con las estimaciones publicadas en la revisión del Programa Macroeconómico de julio del 2010.

³ Dicho efecto se produce debido a que la base con la cual se calcula dicha variación es relativamente baja, dada la caída previa de la producción.

Además, las estimaciones disponibles indican que en el 2011 la producción crecerá levemente menos que en el 2010. No obstante, al eliminar el efecto rebote, se observa que el ritmo de crecimiento del producto se acelerará en el 2011.

No existe un método estándar para cuantificar el efecto rebote. En este recuadro se siguieron tres procedimientos; el primero consistió en comparar el nivel de producción estimado para el 2010 con el observado en el 2008⁴, que fue cuando inició la crisis. El aumento total en dicha variable durante los dos años fue de 2,9%, lo que equivale a una media anual de 1,5%.

Bajo este método, la aceleración del crecimiento del producto en el 2011 se visualiza tanto al comparar la tasa de crecimiento estimada para el 2011 (3,9%) con la tasa media anual del período 2008-2010 (1,5%), como si se compara esta última con la tasa media anual del período 2008-2011 (2,3%)⁵.

El segundo método (sugerido por el Fondo Monetario Internacional) consiste en mantener constante el mayor nivel de producción trimestral alcanzado antes de la crisis⁶, que en nuestro caso correspondería al del primer trimestre del 2008, para obtener un PIB sin el efecto de la caída de la producción. De acuerdo con este ejercicio, si la producción no hubiera caído en el 2009, el crecimiento efectivo del PIB en el 2010 habría sido de 2,4%. Por tanto, dado el crecimiento previsto para el 2011 (4%), en dicho año habría una aceleración de 1,6 puntos porcentuales en el ritmo de crecimiento de la producción.

Finalmente el tercer método consiste en utilizar la tendencia ciclo del Indicador Mensual de Actividad Económica (IMAE). Con estas cifras se obtienen estimaciones mayores del efecto rebote, dado que en noviembre de 2009 se vuelve a un nivel similar al más alto registrado previo a la crisis (febrero 2008). El crecimiento estimado del 4% para el 2010 estaría compuesto de un efecto rebote de 2,6% y un crecimiento del 1,4% por encima del rebote. El 3,9% para el 2011 significaría que la tasa subiría en 2,5 puntos porcentuales.

⁴Esto equivale a excluir la caída observada en la producción durante el 2009.

⁵ El mayor nivel de la tendencia ciclo.

1.3.2 Tasas de interés, liquidez y tipo de cambio

En los primeros diez meses del 2010, los mercados de negociación del dinero y de divisas así como del mercado monetario, no generaron presiones inflacionarias y fueron congruentes con las medidas de política aplicadas por el Banco Central y con el proceso de recuperación económica.

Con el propósito de avanzar en la adopción de la estrategia de control de liquidez requerida para migrar hacia un esquema monetario de Metas de Inflación, el 19 de agosto del 2010 la Junta Directiva del Banco Central aprobó las siguientes medidas³⁴:

- Redujo en 150 puntos base (p.b.) la Tasa de Política Monetaria (TPM), con lo cual ésta se fijó en 7,5%.
- Redujo la tasa de interés de los depósitos a un día plazo (DON) en 150 puntos base, ubicándola en 4,25%.

Más recientemente, la Junta Directiva tomó varias acciones³⁵ en un entorno de desaceleración de la inflación, disminución de las expectativas inflacionarias y apreciación cambiaria, con el fin de acotar la volatilidad de las tasas de interés de muy corto plazo y crear las condiciones para que la TPM se convierta en el principal instrumento de política monetaria, entre ellas:

- Disminuyó la Tasa de Política Monetaria a 6,5% anual.
- Creó una facilidad permanente de depósito a un día en el Mercado

Integrado de Liquidez (MIL) y estableció la tasa de interés de dicha facilidad en 4,5%. Esta facilidad permitirá crear un corredor de tasas de interés en el MIL (ver Recuadro 2).

- Redujo la tasa de interés bruta anual de los DON a 3,42%³⁶.
- Permitió a los bancos comerciales, empresas financieras no bancarias y mutuales de ahorro y préstamo constituir DON por medio de Central Directo y Captación de Fondos.

Las medidas antes mencionadas afectaron el comportamiento de las tasas de interés en los mercados de negociación del dinero. En particular, la disminución de la TPM en la tercera semana de agosto del 2010 redujo la brecha entre las tasas de interés promedio de los mercados de negociación y provocó que dichas tasas se ubicaran cerca del 7% hasta las tres primeras semanas de setiembre. Posterior a la adopción de esta medida también el índice de variabilidad de esas tasas registró una reducción significativa.

No obstante, en la última semana de setiembre se dio una expansión de liquidez cuya causa fue la renovación parcial de los vencimientos de Bonos de Estabilización Monetaria y Títulos de Propiedad, que provocó una concentración de recursos en las cuentas de reserva de los intermediarios financieros en el Banco Central y una menor participación de estos entes en el MIL. Dicho comportamiento generó un ajuste drástico a la baja en las tasas de interés de las operaciones pactadas en los mercados de negociación del dinero. Así por ejemplo, las tasas de interés del MIL pasaron del 7,5% al 1,0% a partir de los últimos días del mes.

³⁴ Como complemento a estas medidas y en vista de las condiciones en el mercado financiero la administración del Banco dispuso realizar ajustes adicionales en la estructura de tasas de interés de los depósitos electrónicos a plazo (DEP)..

³⁵ Artículo 8 de la Sesión 5475-2010, celebrada el 20 de octubre del 2010.

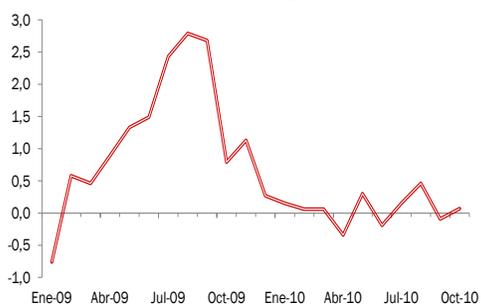
³⁶ Para hacer su nivel consistente con el de la facilidad permanente de depósito, dadas las diferencias en el tratamiento tributario de ambos instrumentos.

A pesar de lo anterior, a finales de octubre, con la creación del corredor de tasas de interés en este mercado de negociación (al habilitarse la facilidad de depósito), hubo un repunte en dichas tasas que se encontraban temporalmente en niveles muy bajos. Desde el 21 de octubre a la fecha, la tasa de interés promedio del MIL se ha ubicado dentro de dicho corredor y en niveles muy cercanos a la tasa de interés de la facilidad de depósito a un día plazo (4,5%), dado que las entidades participantes todavía mantienen una disponibilidad relativamente alta de recursos líquidos.

movimientos a la baja³⁷. La tasa promedio ponderada pasó de niveles cercanos al 20% a mediados de año hasta 17,9% a finales de octubre³⁸.

La disminución en las tasas de interés pasivas en colones contribuyó en la reducción del premio por ahorrar en colones (incluso ha sido negativo en los últimos tres meses), situación en la que influyó también el aumento en las expectativas de variación del tipo de cambio, las cuales se ubicaron en niveles superiores al 7% a partir de setiembre (7,7% en setiembre y 7,1% en octubre).

Gráfico 13. Tasa básica real a fin de mes¹
 -en porcentajes-



¹El cálculo se realiza utilizando la tasa básica pasiva y la inflación esperada para los próximos 12 meses obtenida de la encuesta mensual sobre expectativas de inflación, realizada por el BCCR.
 $TBR = (TBN - \pi^e) / (1 + (\pi^e / 100))$, donde:
 TBN= tasa básica nominal neta.
 π^e = inflación esperada para los próximos 12 meses.

Fuente: Banco Central de Costa Rica

La política de reducción de tasas de interés que inició el Banco Central en la segunda quincena de agosto del 2010 tuvo un efecto directo en las tasas de interés pasivas de los intermediarios financieros y consecuentemente en la Tasa Básica Pasiva (TBP), tanto en términos nominales como reales. En particular, la tasa básica pasiva real se ubicó a octubre del 2010 en 0,07% (0,79% un año atrás). Las tasas de interés activas en colones de los bancos comerciales también reflejaron

Gráfico 14. Expectativas de variación del tipo de cambio nominal a 12 meses y premio por ahorrar en moneda nacional¹
 -en porcentajes-



¹ $Pr = (1 + TBN) / [(1 + r_{\$BN}) * (1 + TCN^e)] - 1$, donde
 TBN = tasa básica pasiva nominal.
 $r_{\$BN}$ = tasa de interés en dólares a seis meses plazo del Banco Nacional de Costa Rica (BNCR).
 TCN^e = expectativa de variación del tipo de cambio nominal para los próximos 12 meses, obtenida de la encuesta mensual de expectativas de inflación y variación de tipo de cambio aplicada por el BCCR.

Fuente: Banco Central de Costa Rica

³⁷ Por otro lado, la tasa promedio en dólares se mantuvo alrededor de 9,4% en ese mismo lapso.

³⁸ Los mayores ajustes se dieron en las actividades de consumo, comercio y vivienda.

Recuadro 2. Tasa de Política Monetaria: definición y vínculo con otras tasas

La política monetaria se define como el conjunto de acciones de la autoridad monetaria (comúnmente el banco central) con la finalidad de cumplir con el o los objetivos que le fueron encomendados por ley.

Estos objetivos en las últimas décadas se han focalizado en el control de la inflación, considerando que es la principal contribución de la política monetaria al crecimiento económico en el largo plazo.

En muchos países, se han efectuado reformas a las leyes para hacer explícito que la prioridad del banco central es el control de la inflación. Además, en forma creciente, los bancos centrales han ajustado su estrategia de política monetaria para poder cumplir ese mandato.

Costa Rica no ha estado ajena a estos cambios. La reforma a la Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica (Ley 7558 de noviembre de 1995) definió, como principal objetivo de esta Institución, lograr la estabilidad interna y externa de la moneda y asegurar su conversión. Asimismo, en el 2005 el Directorio del BCCR aprobó el proyecto estratégico denominado "Meta Explícita de Inflación"³⁹, con lo cual dio inicio el proceso de migración gradual del régimen monetario vigente hasta ese momento, basado en el control de agregados monetarios⁴⁰, a uno de meta explícita de inflación (MI).

El esquema de MI es un marco de diseño de la política monetaria caracterizado por un anuncio público de un objetivo cuantitativo (o de un rango) para la tasa de inflación sobre uno o más horizontes de tiempo y por un reconocimiento explícito de que

una tasa de inflación baja y estable es el principal objetivo de largo plazo del banco central.

La mayoría de países que han adoptado el régimen de metas de inflación utilizan una tasa de interés de corto plazo (comúnmente denominada tasa de política monetaria, TPM) como instrumento principal para la ejecución de la política monetaria. Esta tasa permite comunicar los cambios en la política monetaria mediante modificaciones en el costo de la liquidez interbancaria. En otras palabras, la TPM sirve para enviar las señales que el banco central desea transmitir al mercado, en lo que se ha denominado el canal de transmisión de la tasa de interés.

Cuando el banco central modifica la TPM envía a los mercados un mensaje sobre el endurecimiento o relajamiento de la política monetaria y espera que ese cambio se transmita al espectro de tasas de interés activas y pasivas del sistema financiero, que son las que influyen en los planes de consumo e inversión de los agentes económicos y, por tanto, en la evolución de la demanda agregada de bienes y servicios y por último en el nivel de inflación. Para ello debe procurar que las tasas de interés en el mercado de dinero se ubiquen en torno a la tasa de política monetaria, que a su vez es consistente con el objetivo de inflación planteado en el Programa Macroeconómico.

Desde mayo del 2008 la TPM se define como "la tasa de interés que cobra el Banco Central de Costa Rica en sus operaciones activas (préstamos) a un día plazo en el Mercado Integrado de Liquidez"⁴¹.

Es importante diferenciar entre la TPM y la tasa básica pasiva (TBP). Esta última se define como un promedio ponderado de las tasas de interés de captación brutas en colones (tasas pasivas), negociadas por los intermediarios financieros residentes en el país y de las tasas de interés de los instrumentos de captación del Banco Central y del Ministerio de Hacienda negociadas tanto en el mercado primario como en el secundario, todas ellas correspondientes a plazos de entre 150 y 210 días.

³⁹ Este proyecto contempla las acciones de política monetaria y cambiaria necesarias para alcanzar en el mediano plazo un nivel de inflación similar al de los principales socios comerciales del país. Fue aprobado en el artículo 11 de la sesión 5229-2005 del 5 de enero de 2005.

⁴⁰ Durante la década de los noventa y parte de los 2000, el Banco Central de Costa Rica aplicó un esquema de política monetaria basado en el control de los agregados monetarios, que se ejecutaba por medio de la elaboración y seguimiento de un Programa Monetario. Este programa establecía una meta de crecimiento para el agregado monetario (emisión monetaria, por ejemplo) que se estimaba era compatible con la demanda por dinero de los agentes económicos, consistente a su vez con una meta de inflación previamente definida.

⁴¹ Dicha tasa es determinada por la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica. En el presente año se ha reducido en 2,5 puntos porcentuales, fijándose a partir del 21 de octubre en 6,5%.

Gráfico 1. Tasa básica pasiva nominal bruta y tasa de política monetaria



Fuente: Banco Central de Costa Rica

La TBP es un indicador ampliamente utilizado por los intermediarios financieros pues las tasas de interés de algunos créditos e instrumentos de captación están ligados a esta variable. Debido a ello, hay quienes confunden este concepto con la TPM, la cual, como ya se dijo, es determinada por el BCCR con fines de política monetaria.

En principio, las modificaciones en la TPM influyen con algún rezago en el nivel de la TBP, al igual que sobre el espectro de tasas de interés pasivas y activas del sistema financiero.

Para lograr que la TPM transmita señales al resto de tasas activas y pasivas, en los últimos tres años las acciones en materia monetaria se han orientado a crear condiciones cada vez más propicias para iniciar una intervención activa del Banco Central en los mercados de dinero y así poder consolidar a la tasa de interés de corto plazo (TPM) como el principal instrumento de política, en el contexto de metas de inflación. Entre estas medidas se encuentran las tendientes a aumentar la flexibilidad cambiaria, a fortalecer el mecanismo de transmisión de las tasas de interés y a mejorar la gestión de la liquidez⁴².

No obstante, aún quedan tareas pendientes para que la TPM se constituya en el principal instrumento de política monetaria, entre las que destacan las siguientes:

a. Redefinir la TPM

Como se dijo antes, actualmente la TPM es la tasa de interés de las operaciones activas a un día plazo del BCCR en los mercados de dinero. Sin embargo, de acuerdo con la dinámica de intervención que se

propone para el BCCR en el mercado de dinero, esta tasa debe redefinirse para que constituya la tasa de referencia utilizada para determinar las tasas de intervención del BCCR con operaciones de inyección o contracción de liquidez a un día plazo en el Mercado Integrado de Liquidez (MIL)

b. Corredor de tasas de interés

El Banco Central estableció un corredor de tasas de interés en el MIL a partir del 20 de octubre del 2010 (artículo 8 del acta de sesión 5475-2010) en donde el techo es la TPM y el piso es la tasa de la facilidad permanente de depósito a un día plazo en el MIL (actualmente 4,5%), con la finalidad de acotar la volatilidad de las tasas de interés de muy corto plazo y mejorar el mecanismo de transmisión de la política monetaria.

A pesar de lo anterior, todavía queda pendiente vincular ese corredor de tasas de interés de las facilidades permanentes de crédito y depósito a la TPM, redefinida esta última según el punto anterior.

c. Creación de instrumentos de captación a 7 y 14 días como apoyo al control monetario

Si bien la estrategia de control monetario está fundamentada en operaciones de contracción e inyección de recursos a un día plazo, se requiere de instrumentos de apoyo para inmovilizar liquidez a plazos superiores, pues un porcentaje considerable de los recursos líquidos de los entes financieros corresponde a capital de trabajo que no requiere un uso inmediato. Asimismo, deben utilizarse dichos instrumentos para atender excesos de liquidez transitorios originados en desfases en la absorción requerida para el cumplimiento de la gestión de la deuda de la Institución.

Con este propósito, se ha propuesto crear instrumentos para inmovilizar recursos a 7 y 14 días. Se espera que esto permita al BCCR realizar un control monetario más preciso, sin tener que administrar saldos elevados de liquidez con los instrumentos de captación disponibles a un día plazo y sin generar presiones a la baja en la tasa de interés promedio de las operaciones a un día en el MIL.

⁴² Para un detalle de las medidas ver “Avances en la gestión de la liquidez realizada por el BCCR”, en el capítulo 3 del Informe de Inflación de Mayo 2010.

d. Intervención activa del BCCR en el MIL

Una vez establecido el corredor de tasas de interés, el BCCR debe iniciar una intervención activa en el MIL drenando o inyectando recursos a un día plazo de acuerdo con las proyecciones del Ejercicio Diario de Seguimiento de Liquidez (EDSL), de tal forma que se pueda guiar el precio de la liquidez a los linderos de la TPM.

Si bien las facilidades de crédito y depósito permiten controlar la liquidez residual, se considera adecuado acotar la variabilidad de la tasa de interés promedio de las transacciones del MIL en un rango menor, mediante subastas diarias de contracción e inyección de liquidez anunciadas al medio financiero.

En dichas subastas el BCCR suministrará la liquidez indicada por el EDSL, utilizando la TPM como el precio mínimo que estaría dispuesto a cobrar por los recursos. En el caso que el EDSL indique que es necesario drenar liquidez del sistema, el BCCR captará recursos a un día plazo, reconociendo como máximo la TPM por dichos recursos. De esta forma, la TPM se convertiría en el parámetro de referencia utilizado por el BCCR para el costo de la liquidez diaria.

La baja en las tasas de interés en colones señalada, el menor costo de oportunidad de mantener saldos líquidos y el proceso de recuperación de la actividad económica, propiciaron una mayor demanda por dinero para transacciones, lo que se manifestó en un incremento promedio del medio circulante en moneda nacional entre enero y octubre del 2010 de alrededor de 12 puntos porcentuales, con respecto a igual lapso del año previo.

Cuadro 13. Agregados monetarios
-variación promedio¹

	Medio circulante ampliado ²		Liquidez total		Riqueza financiera del sector privado	
	Moneda nacional	Moneda extranjera	Moneda nacional	Moneda extranjera	Moneda nacional	Moneda extranjera
I-09	-2,5	7,9	7,0	30,7	5,0	28,8
II-09	-7,9	3,7	4,4	33,0	5,7	30,8
III-09	-5,1	8,4	8,8	30,0	14,6	27,3
IV-09	2,0	10,5	12,1	20,5	18,3	17,3
I-10	3,2	18,1	8,1	12,8	14,6	12,8
II-10	9,1	25,7	9,3	9,7	15,2	10,5
III-10	11,1	21,3	8,8	7,8	10,9	9,1
Octubre 2009	-4,3	6,8	7,4	30,6	9,6	28,2
Octubre 2010	8,0	20,7	8,5	9,5	13,1	10,4

¹ Cobertura Sociedades de Depósito que comprende: bancos comerciales, cooperativas de ahorro y crédito supervisadas, empresas financieras no bancarias y mutuales de ahorro y préstamo. Cifras preliminares a octubre del 2010.

² Comprende: numerario en poder del público y los depósitos en colones y en moneda extranjera en cuenta corriente, ahorro a la vista, plazo vencido, cheques de gerencia y cheques certificados.

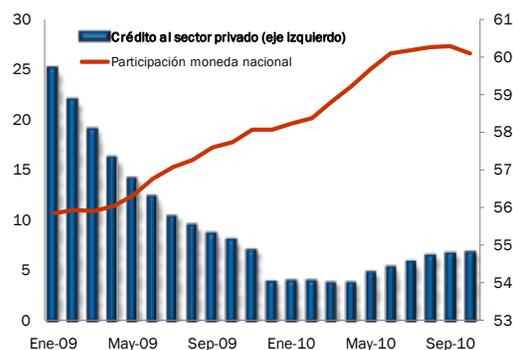
Fuente: Banco Central de Costa Rica

Por su parte, los agregados monetarios más amplios (liquidez total), crecieron en los primeros diez meses del año a una tasa media interanual de 9% (excluido el efecto de la apreciación del colón), tasa inferior al crecimiento nominal estimado del producto.

En el caso del crédito, se mantuvo la tendencia hacia la desdolarización observada desde meses atrás. En los primeros diez meses del año el crédito concedido por las Otras Sociedades de

Depósito al sector privado creció a una tasa media interanual de 5,1% (excluyendo el efecto cambiario), impulsado fundamentalmente por los préstamos en moneda nacional, que crecieron a una tasa interanual promedio de 10,5% toda vez que el saldo de las operaciones en moneda extranjera presentó una tasa de variación interanual media de -1,8.

Gráfico 15. Crédito al sector privado (CSP):
variación interanual sin efecto cambiario y participación de la moneda nacional -en porcentajes-



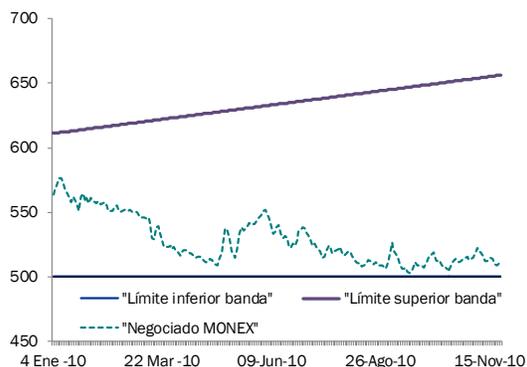
Fuente: Banco Central de Costa Rica

El proceso de desdolarización antes indicado se reflejó en una recuperación neta de la cartera denominada en dólares de los intermediarios financieros, factor que contribuyó a que estos redujeran su posición autorizada de divisas (diferencia entre activos y pasivos denominados en moneda extranjera). Esto, conjuntamente con el aumento de la captación en moneda nacional y la redención de títulos valores en moneda nacional y extranjera, les permitió colocar crédito en colones, cancelar deuda externa y adquirir instrumentos financieros denominados en colones y dólares. Según el Estado de Origen y Aplicación correspondiente a la cobertura de las Otras Sociedades de Depósito, en los primeros diez meses del presente año esas entidades colocaron cartera crediticia y aumentaron su

captación en colones por ₡425.612 millones y ₡324.645 millones respectivamente. Además, adquirieron títulos fiscales y bonos de estabilización monetaria por ₡295.887 millones y cancelaron pasivos externos por un monto equivalente en colones de ₡117.104 millones.

El mercado privado de cambios se caracterizó por una mayor disponibilidad de divisas, que acentuó la apreciación de la moneda nacional con respecto al dólar estadounidense, observada desde agosto del 2009, lo cual hizo que el tipo de cambio en el MONEX tendiera hacia el límite inferior de la banda (excepto en mayo)⁴³.

Gráfico 16. Tipo de cambio promedio negociado en el MONEX y límites de la banda cambiaria



Fuente: Banco Central de Costa Rica

Se estima que la mayor disponibilidad de divisas respondió principalmente a: i) las mayores entradas de capitales del exterior por inversión extranjera directa y capitales de corto plazo atraídos por las mayores tasas de interés en el país, relativas a las de los países desarrollados⁴⁴, ii) la

reducción de posición propia por parte de los intermediarios cambiarios, en buena parte debido al marcado aumento en la participación de los créditos en colones y la decisión de algunos intermediarios de disminuir su exposición patrimonial a la moneda extranjera y iii) los vencimientos no renovados de Certificados de Depósito a Plazo del BCCR.

Con el propósito de fortalecer la posición de activos externos de la economía, ante la incertidumbre prevaleciente en los mercados financieros internacionales, el 1 de setiembre del 2010 la Junta Directiva acordó, con fines precautorios, un Programa de Fortalecimiento de Reservas Internacionales (PFRIN) para el periodo comprendido entre el 2 de setiembre del 2010 y el 31 de diciembre del 2011, hasta por un monto de EUA\$600 millones, mediante el cual podrá hacer compras como máximo hasta por EUA\$50,0 millones por mes.

Más recientemente, considerando que el superávit del mercado cambiario indicaba que era posible adquirir una mayor cantidad de divisas sin presionar el tipo de cambio y que era necesario dar mayor flexibilidad a la Administración del Banco Central en la ejecución del PFRIN, la Junta Directiva elevó el límite máximo mensual de dicho programa para que, en los meses de noviembre y diciembre del 2010 y del 2011, ese límite se ubique en EUA\$100 millones, y en los meses restantes del 2011, dicho monto se sitúe en un máximo de EUA\$75 millones por mes⁴⁵,

⁴³ La apreciación de la moneda nacional no es un fenómeno exclusivo de la economía costarricense, también la han experimentado países como México, Colombia, Perú, Brasil y Chile.

⁴⁴ Incluyendo la repatriación de capitales por parte de residentes privados e institucionales. De acuerdo con información de la Central de Valores y del Banco

Internacional de Pagos, se estima que a setiembre del 2010 la repatriación de capitales por parte de residentes ascendió a EUA\$665 millones, cifra que incorpora la tenencia de Eurobonos, títulos del Instituto Costarricense de Electricidad (ICE), títulos emitidos por otros países y depósitos en el exterior según información del Banco Internacional de Pagos.

⁴⁵ En el artículo 14 de la sesión 5477-2010, celebrada el 3 de noviembre del 2010.

manteniendo el límite global de EUA\$600 millones.

La participación del Banco Central para reconstituir reservas internacionales, obedeció a que el país registra un nivel de activos externos similar al observado a finales del 2007 y que en términos del PIB ha venido decreciendo (15,6% en diciembre del 2007 y 12,2% en octubre del 2010). Por otra parte, la relación de reservas internacionales a PIB es inferior al promedio de 13,1% del subgrupo de países con un esquema monetario de metas de inflación y un grado similar de calificación crediticia⁴⁶.

A finales de noviembre del 2010, el saldo de las reservas internacionales se ubicó en EUA\$4.603,3 millones, EUA\$537,1 millones más que a finales del 2009. En esta variación contribuyeron, entre otros movimientos, los siguientes: i) compras dentro del Programa de Fortalecimiento de Reservas Internacionales por EUA\$30,7 millones en setiembre, EUA\$49,9 millones en octubre y EUA\$100 en noviembre del 2010, ii) pagos netos por títulos de deuda interna y externa en moneda extranjera del Banco Central y del Ministerio de Hacienda por EUA\$110,9 millones, iii) reducción de depósitos de los intermediarios financieros en el Banco Central por EUA\$57,9 millones y, iv) desembolsos de recursos del Ministerio de Hacienda provenientes del exterior⁴⁷.

⁴⁶ Según la calificación de la firma internacional Standard & Poor's.

⁴⁷ En setiembre el Gobierno de la República recibió la totalidad de los fondos provenientes del crédito suscrito con el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF) o Banco Mundial por la suma de \$500 millones. Los desembolsos de esta operación fueron realizados en dos tramos, el primero de \$100 millones y el segundo de \$400 millones, los días 9 y 16 de setiembre del 2010, en ese orden. Los fondos se depositaron en la cuenta en moneda extranjera que mantiene el Gobierno en el Banco Central.

1.3.3 Expectativas de inflación e inercia inflacionaria

Las expectativas de inflación durante el 2010 se desaceleraron con respecto a los dos años previos. Sin embargo, el hecho de que se hayan estabilizado en promedio en torno al 7% hace más lento el proceso de desinflación con respecto al rango meta de esa variable para el término del 2010 y 2011. Por otra parte, es de esperar que el comportamiento de las expectativas tienda a reducir la inercia inflacionaria.

Las expectativas de inflación durante el 2010 tendieron a desacelerarse con respecto a lo observado en los dos años previos. De acuerdo con los resultados de la encuesta trimestral sobre perspectivas económicas y de la encuesta mensual de expectativas de inflación y de variación del tipo de cambio, ambas con un horizonte a doce meses. Por otra parte, en la Encuesta de Desempeño y Perspectiva Empresarial, la desaceleración en las expectativas para el cierre del 2010 se reflejó en las ediciones de enero, abril, julio y octubre del presente año.

A pesar de la reducción de la expectativa de inflación a doce meses, ésta todavía continuó por encima del rango meta de inflación para el término del 2010 (entre 4% y 6%). En la encuesta trimestral, el resultado promedio en lo que va del 2010 se ubicó en 6,9%, mientras que el de la encuesta mensual fue de 7,2%. Situación contraria se ha observado en la Encuesta de Desempeño y Perspectiva Empresarial; en esta encuesta la tasa de variación promedio de la expectativa de precios para el año 2010 se situó en 2,8%⁴⁸.

En la encuesta mensual, la expectativa promedio del lapso julio-noviembre del 2010 alcanzó 6,9%, destacando en

⁴⁸ Se refiere a la variación esperada de los precios que ofrece la empresa en el 2010.

especial el 6,6% de octubre. Esta cifra es la menor desde que se inició el registro de esta variable.

Gráfico 17. Expectativas de inflación a 12 meses e inflación observada



Fuente: Encuesta mensual de expectativas de inflación y variación del tipo de cambio, Banco Central de Costa Rica.

Dado que las expectativas de inflación constituyen una de las principales variables que explican el comportamiento de corto plazo de la inflación⁴⁹, el hecho de que hayan tendido a estabilizarse en valores cercanos al 7% ha tornado más lenta la convergencia de esa variable hacia el objetivo de precios establecido para el 2010.

No obstante lo anterior, del comportamiento mostrado por las expectativas en los últimos meses se pueden extraer al menos dos elementos positivos: i) su tendencia a estabilizarse sugiere que los agentes económicos no esperan un repunte en la inflación a mediano plazo y ii) la reducción observada en dicha variable favorece la consolidación de la inflación en niveles por debajo del promedio de los últimos años (superior al 10%). Esto por cuanto es de esperar que la disminución de las expectativas inflacionarias reduzca la inercia

inflacionaria presente en la economía costarricense⁵⁰.

La reducción de la indización en la fijación de precios es un proceso lento, máxime cuando la historia pasada es de inflaciones superiores al 10%; conforme se incrementa entre los agentes económicos la credibilidad en la política antiinflacionaria del Banco Central, este fenómeno podría tender a reducirse.

Por ejemplo, a raíz de la migración a partir de octubre del 2006 de un régimen cambiario de “paridad reptante” a uno de banda cambiaria, la inercia inflacionaria asociada al régimen cambiario tendió a reducirse. Las estimaciones del coeficiente de traspaso de tipo de cambio a los precios locales indican que éste ha disminuido en forma sostenida durante el periodo en que el régimen de banda ha estado vigente.

De acuerdo con la actualización de ese coeficiente a setiembre del 2010⁵¹, un cambio de un punto porcentual en la tasa de variación del tipo de cambio implica un efecto total sobre la inflación (efecto acumulado)⁵² de 0,36, mientras en setiembre del 2006 (final del periodo de “paridad reptante”) había sido de 0,6.

A los esfuerzos del Banco Central por reducir la inercia, es importante que se le puedan sumar los de otras instituciones públicas involucradas en la fijación de precios. En este sentido las metodologías de fijación de salarios y de ajustes en los precios de los bienes y servicios regulados

⁴⁹ Ver “Dinámica inflacionaria y la Nueva Curva de Phillips en Costa Rica”. DIE-09-2003-DI/R, en <http://www.bccr.fi.cr/ndie/inflacion.htm>.

⁵⁰ El concepto de inercia inflacionaria hace referencia a la existencia de mecanismos de indización en la fijación de precios en la economía.

⁵¹ Actualización de la estimación del coeficiente de traspaso de tipo de cambio a precios con información a setiembre del 2010, DEC-DIE-DT-027-2010.

⁵² El coeficiente de traspaso también puede estimarse para el corto plazo, en cuyo caso indica el efecto inicial sobre la inflación; en setiembre del 2010 dicho coeficiente fue de 0,045 (0,088 en setiembre del 2006).

deben someterse a una revisión integral, para que también apoyen el proceso de reducción de la inercia inflacionaria.

El proceso de desinflación ha sido favorecido no solo por las modificaciones implementadas en materia cambiaria con el mayor control monetario que le brinda al Banco Central cuando el tipo de cambio no está en los límites de la banda, sino también por otros factores, como la disminución del déficit de la institución (ver Recuadro 2) y la brecha del producto. Se estima que los dos primeros de estos elementos contribuirán a ajustar a la baja las expectativas de inflación y por tanto, a propiciar una convergencia de las expectativas hacia la meta de inflación de mediano plazo.

Recuadro 3. Déficit del Banco Central de Costa Rica y proceso de desinflación

Como se indicó en el informe de inflación del 2004, la inflación en Costa Rica responde tanto a cambios en los desequilibrios monetarios como en las expectativas de inflación.

De acuerdo con el modelo desarrollado por Madrigal y Muñoz⁵³, un proceso de desinflación a mediano plazo requiere que haya una disminución en el déficit del Banco Central⁵⁴ para minimizar una de las fuentes estructurales de expansión de la liquidez, conjuntamente con un esfuerzo del Gobierno para resolver integralmente el problema de las finanzas públicas, pues ello produciría, entre otras cosas, mayor credibilidad en la actuación del Banco Central.

En línea con esa investigación, se observa que la reducción del déficit del BCCR en años recientes, conjuntamente con el esfuerzo realizado por el fisco para sanear las finanzas públicas (especialmente en el período 2007-2008) han contribuido a alcanzar tasas de inflación relativamente bajas en los últimos dos años.

Como se aprecia en el gráfico siguiente, las pérdidas del BCCR han estado presentes durante tres décadas. Sin embargo, la relación déficit/PIB se ha reducido notablemente, pasando de niveles de 4,5% en 1982 a 0,5% en promedio, durante los últimos cuatro años. Específicamente, en setiembre del 2010 esa razón se ubicó en un 0,3% del PIB⁵⁵.

Hay varios factores que han favorecido ese resultado, entre los cuales destacan los siguientes: i) las recaudaciones del impuesto inflacionario sobre la base monetaria, ii) las capitalizaciones parciales del BCCR por parte del Gobierno y la cancelación de créditos adeudados por el fisco, iii) el buen desempeño de las finanzas públicas, especialmente en los años 2007-2008, iv) la mayor flexibilidad del régimen cambiario, a partir de la adopción de un régimen de bandas cambiarias y v) el mantenimiento

del encaje mínimo legal en el máximo permitido por la LOBCCR.

Gráfico 1. Relación déficit BCCR respecto al PIB



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

El Banco Central de Costa Rica ha recibido a la fecha una capitalización por un monto de ₡290.927,5⁵⁶ millones, al amparo de los artículos 175 y 175 bis de la Ley 7558 (₡ 110.927 millones, entre los años 1999-2001 y ₡180.000 millones, efectivos entre 2004 y 2007) y, además, a inicios de esta década el Gobierno canceló deudas pendientes con esta Institución por un monto de ₡92.315,2 millones⁵⁷. Esto permitió que el Banco Central cancelara pasivos con costo sin generar presiones sobre los medios de pago.

Por otra parte, la entrada en vigencia del nuevo régimen de bandas cambiarias permitió aumentar la autonomía de la política monetaria, especialmente a partir de agosto del 2009 cuando el tipo de cambio

⁵³ Ver modelo en Madrigal y Muñoz (2004). "Estrategias de mediano plazo para reducir la inflación en Costa Rica". DIE-25-2004-IT, Departamento de Investigaciones Económicas, Banco Central de Costa Rica.

⁵⁴ Para lograr ese fin requeriría medidas fuera del alcance del Banco Central, específicamente, una capitalización por parte del Gobierno Central y, un verdadero esfuerzo del fisco para generar los fondos trasladados, pues de lo contrario implicaría un traspaso de deuda del Banco Central al Gobierno.

⁵⁵ Las pérdidas acumuladas históricamente, representan un 8,6% del PIB del año 2010. El déficit de cada período es un flujo, por lo que el saldo de pérdidas acumuladas adiciona el flujo de cada período al saldo acumulado del período anterior.

⁵⁶ Corresponde al valor del registro contable en el balance general del Banco Central. Este monto difiere del incluido por este concepto en el valor facial de los títulos entregados por artículo 175 y 175 bis, debido a que no considera los intereses devengados en el período previo a la conciliación de cuentas entre el Banco Central y el Ministerio de Hacienda (del 1 de enero de 1996 y el 31 de diciembre de 1998).

⁵⁷ Para capitalizar al Banco Central y cancelar las deudas incluidas en el artículo 175 y 175 bis, el Ministerio de Hacienda entregó títulos valores por un valor facial de ₡252.538,2 millones, equivalente a un 6,96 % del PIB de 1998; adicionalmente, en el 2004 traspasó fondos por ₡ 95.066,0 millones, equivalentes a un 1,17 % del PIB de ese año y en el 2007 trasladó ₡ 84.934 millones (0,62 % del PIB de ese año). Los títulos valores contemplan el principal más los intereses acumulados entre el 1 de enero de 1996 y el 31 de diciembre de 1998.

empezó a flotar dentro de la banda. Esto por cuanto se redujeron las compras netas del BCCR en el mercado cambiario, con respecto a lo que ocurría bajo el régimen de paridad reptante (minidevaluaciones), lo cual contrajo la expansión monetaria que generaban tales operaciones. Adicionalmente, ello implicó una disminución de una fuente de pérdidas de la institución, pues el rendimiento financiero de los activos externos comprados con esos fondos resultaba inferior a los costos financieros en los que incurría el BCCR para desmonetizar dichos recursos.

Por su parte, el mantenimiento del encaje mínimo legal en el máximo permitido favorece la gestión monetaria por cuanto es un instrumento de control monetario sin costo financiero para esta entidad.

El efecto de la mejora de las finanzas públicas contribuyó no solo a generar más confianza en el alcance de las metas de inflación sino que redujo las presiones de demanda de fondos en el mercado financiero. Consecuentemente, facilitó una reducción de las tasas de interés del mercado, situación de suma relevancia en las finanzas del Banco Central pues un 85 % de sus pasivos están constituidos en moneda nacional.

Las acciones antes enumeradas, conjuntamente con las medidas tomadas por el BCCR para mejorar el perfil de su deuda (que incluye, entre otros, la sustitución de la deuda en Bonos Brady por préstamos con el Fondo Latinoamericano de Reservas, FLAR, a una tasa de interés más baja), contribuyeron a mejorar la estructura de las cuentas del balance de la Institución y a disminuir el diferencial entre rendimientos de activos y el costo de las obligaciones. Así, a partir del 2006 se logró igualar la relación entre activos con rendimiento y pasivos con costo, y, posteriormente, los primeros sobrepasaron a los segundos. Además, se acortó la distancia entre el rendimiento medio de los activos externos y el respectivo costo de los pasivos, situación importante debido a que estos últimos superan el ingreso medio que generan los activos.

Gráfico 2. Tasa de interés efectiva de activos externos y de los pasivos en colones

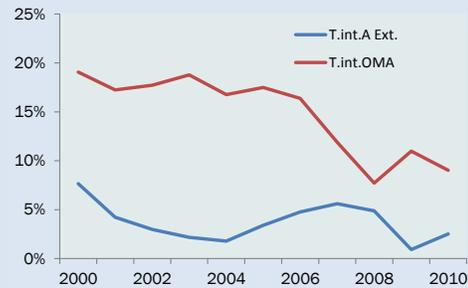
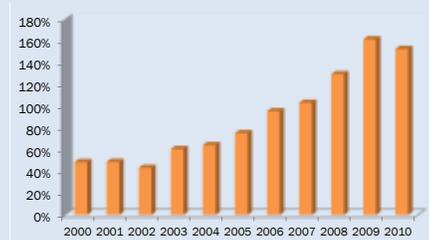


Gráfico 3. Relación de activos con rendimiento respecto a los pasivos con costo



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

Cabe mencionar que en el 2010 ha habido un cambio en la tendencia de esa razón, al caer la relación entre activos con rendimiento y pasivos con costo, como resultado de un efecto cambiario.

Capítulo 2. Entendiendo el mercado de dinero costarricense

Este capítulo describe la forma en que funcionan los mercados de negociación del dinero en Costa Rica, en los cuales se gestiona la liquidez del sistema financiero [Mercado Integrado de Liquidez (MIL), Mercado de Dinero (MEDI), Mercado de Recompras (REPO) y Mercado Interbancario de Dinero (MIB)]. Concretamente, se describe su funcionamiento y se presentan algunos indicadores sobre su evolución en el 2010 y sobre las relaciones existentes entre ellos.

2.1 Mercados de dinero: definición e importancia

Los mercados de dinero son aquellos en los que se pactan operaciones de corto plazo (un año o menos), usualmente con la finalidad de satisfacer requerimientos inmediatos o temporales de liquidez.

Las operaciones del mercado de dinero además, se caracterizan por tener bajo riesgo y alta liquidez. Por consiguiente, sus rendimientos suelen ser relativamente bajos, en comparación con los de otros instrumentos de mayor plazo y riesgo⁵⁸.

Comúnmente en este mercado se negocian valores gubernamentales, los cuales reúnen las condiciones de bajo riesgo y alta liquidez. No obstante, en algunos países se utilizan valores corporativos con condiciones similares⁵⁹.

Las operaciones típicas de un mercado de dinero son: préstamos sin colateral, reportos y compraventas de corto plazo. A diferencia de los préstamos sin colateral, los reportos constituyen un préstamo en el que se transfiere temporalmente la propiedad de un valor como garantía. Al finalizar el plazo de la operación, la persona que prestó el dinero recibe el importe del préstamo más el rendimiento previamente pactado y transfiere nuevamente los valores a su dueño. Los reportos o recompras constituyen la modalidad más empleada en los mercados de liquidez en Costa Rica.

Los reportos se usan con distintas finalidades, entre ellas: a) obtener un financiamiento temporal sin tener que vender en forma definitiva los títulos objeto de la operación, b) realizar operaciones de arbitraje de tasas de interés⁶⁰ y c) efectuar operaciones de cobertura cambiaria y cobertura de tasas de interés contra variaciones de la moneda local frente a otra moneda⁶¹.

Los mercados de dinero y, particularmente aquellos en los que participan las entidades bancarias (denominados interbancarios⁶²), desempeñan un papel relevante tanto en el desarrollo del mercado de la deuda pública a largo plazo como en la ejecución de la política monetaria.

⁵⁸ No obstante, las condiciones de liquidez prevalecientes en el mercado financiero pueden llevar en determinadas ocasiones a un comportamiento atípico en los rendimientos del mercado de dinero.

⁵⁹ En Estados Unidos, por ejemplo, se negocian en el mercado de dinero instrumentos como letras del Tesoro, valores municipales, papel comercial, certificados de depósito negociables, aceptaciones bancarias y fondos federales.

⁶⁰ Las posibilidades para efectuar arbitraje surgen de las diferencias entre la tasa que devenga el título y la tasa pactada en el reporto. También es posible arbitrar con los diferenciales entre las tasas de interés en moneda nacional y dólares.

⁶¹ La cobertura se daría en la medida en que se posea un título denominado en otra moneda, que se use como colateral para obtener un financiamiento temporal en moneda local.

⁶² En el mercado interbancario, los bancos que tienen exceso de fondos prestan a aquellos que presentan faltantes y de esta forma compensan las fluctuaciones diarias de su liquidez.

Los mercados de deuda gubernamental están estrechamente interrelacionados con los de dinero, dado que los valores de la deuda pública suelen emplearse para gestionar la liquidez de corto plazo del sistema financiero. La relación entre estos mercados surge cuando se da el requerimiento de efectuar operaciones de préstamo garantizadas o colateralizadas, lo cual típicamente se realiza mediante la figura de la recompra o reporto.

El mercado de dinero (y en particular, el interbancario) contribuye en el manejo de la política monetaria de varias maneras. Por un lado, los bancos centrales participan en dicho mercado suministrando o absorbiendo efectivo con el fin de moderar las oscilaciones de las reservas bancarias en relación con su demanda, estabilizar la tasa de interés interbancaria alrededor de un valor consistente con la tasa de política monetaria y enviar señales sobre el tono de la política monetaria. Por otra parte, las negociaciones efectuadas en dicho mercado entre los intermediarios financieros permiten redistribuir la liquidez del sistema financiero, contribuyendo de esta forma a su adecuado funcionamiento.

Adicionalmente, el mercado de dinero desempeña una importante función en la formación de precios, la cual coadyuva en la definición del tramo corto de la curva de rendimientos del sistema financiero.

2.2 Mercados de dinero en Costa Rica

En Costa Rica, el mercado de dinero está constituido por los siguientes mercados de negociación⁶³:

- Mercado integrado de liquidez (MIL).
- Mercado interbancario de dinero (MIB).
- Mercado de dinero (MEDI).

⁶³ Desde el punto de vista de la captación de recursos de corto plazo, el Banco Central dispone de los Depósitos Electrónicos a Plazo a un día plazo (DON) en Central Directo.

- Emisiones en el mercado primario a menos de 360 días.
- Transacciones en el mercado secundario a menos de 360 días, incluyendo recompras (REPO), compra-ventas y operaciones a plazo.

En estos mercados se negocian principalmente Títulos de Propiedad del Ministerio de Hacienda, Bonos de Estabilización Monetaria del Banco Central de Costa Rica (BCCR) y, en menor medida, Certificados de Inversión y de Depósito a Plazo emitidos por los intermediarios financieros así como Certificados de Inversión y Certificados de Deuda de emisores privados no financieros.

Seguidamente se detallan las principales características del MIL, MIB MIDE y de los reportos (REPO) efectuados en el mercado secundario y se presenta una síntesis de su evolución en el 2010.

2.2.1 Mercado integrado de liquidez (MIL)

El mercado integrado de liquidez (MIL) es un servicio provisto por el Banco Central de Costa Rica a partir de agosto del 2009, que opera sobre la plataforma del Sistema Nacional de Pagos Electrónicos (SINPE). El marco regulatorio del MIL se especifica en el Libro XIX del Reglamento del Sistema de Pagos.

En este mercado pueden participar el Banco Central y las entidades financieras supervisadas y reguladas por las distintas superintendencias⁶⁴. Estas últimas participan para administrar sus posiciones de liquidez de corto plazo⁶⁵, mientras que el Banco

⁶⁴ Superintendencia General de Entidades Financieras (SUGEF), Superintendencia General de Valores (SUGEVAL), Superintendencia General de Pensiones (SUPEN) y la Superintendencia General de Seguros (SUGESE).

⁶⁵ El MIL constituye un mecanismo ágil para administrar la liquidez diaria y, además, las entidades superavitarias tienen

Central interviene con fines de política monetaria suministrando liquidez (facilidad permanente de crédito a un día) o drenándola (facilidad de depósito a un día).

En el MIL se efectúan operaciones diferidas de liquidez (ODL) para demandar u ofrecer dinero a plazos de 1 a 90 días naturales, en moneda nacional y en dólares. Dichas operaciones se componen de dos contratos pactados simultáneamente: el primero con una liquidación inmediata, en la cual una de las contrapartes se compromete a entregar a la otra una suma de dinero y el segundo, a liquidarse en una fecha futura pactada por las partes, en la cual se activa la operación de contrapartida, se devuelven los fondos y se cancela el rendimiento de la operación.

Las ODL se negocian con o sin garantía. Los activos financieros dados en garantía permanecen pignorados bajo administración fiduciaria durante el plazo del contrato y se liberan a su término. Además, las ODL efectuadas en el MIL están sujetas al impuesto ordinario sobre la renta cuya tasa máxima es de 30%.

En las operaciones garantizadas, el mercado opera de manera que los participantes no pueden identificar las contrapartes (mercado ciego). Contrariamente, en las ODL sin garantía, los participantes pueden seleccionar la contraparte deudora en sus ofertas de inversión.

La liquidación de las operaciones realizadas en este mercado se hace mediante créditos y débitos de las cuentas que mantienen los participantes en el Banco Central.

El otorgamiento de crédito por parte del BCCR en el MIL se da mediante ODL garantizadas a un día plazo⁶⁶ realizadas

la posibilidad de colocar los excesos en sus flujos de caja según sus requerimientos específicos de plazo y monto, a tasas competitivas.

⁶⁶ El plazo de estas recompras varía cuando hay de por medio días feriados y fines de semana. Según las Regulaciones de

dentro del horario de negociación. Los títulos empleados como garantía deben haber sido emitidos por el mismo BCCR o por el Ministerio de Hacienda, siempre que provengan del mercado secundario. La tasa de interés de estas operaciones corresponde a la tasa de política monetaria, actualmente en un nivel de 6,5%.

La oferta de fondos del BCCR es ilimitada, en el tanto los intermediarios cuenten con las garantías requeridas para respaldar los créditos.

El MIL resulta de trascendental importancia para la política monetaria que ejecuta el BCCR, especialmente en el contexto de migración hacia un régimen de metas de inflación, dado que, como se indicó en el Informe de Inflación de mayo del presente año, el BCCR ha venido trabajando en una estrategia orientada a crear las condiciones para poder controlar la liquidez y, de esta forma, lograr que la tasa de interés promedio de las operaciones en el mercado de dinero a un día plazo se ubique en torno a la tasa de política monetaria (TPM).

En línea con esta estrategia, a partir del 20 de octubre el Banco Central habilitó una facilidad permanente de depósito a un día en el MIL⁶⁷ cuya tasa de interés se fijó inicialmente en 4,5%⁶⁸.

Con la introducción de esta facilidad se avanzó en la creación de un corredor de tasas de interés vinculado a la TPM, que le permitirá al BCCR tener un mejor control de la liquidez en el mercado de dinero y limitar la variabilidad de las tasas de interés de corto

Política Monetaria, el BCCR puede realizar ODL a un plazo no mayor a 14 días; sin embargo, en la práctica dichas operaciones se han concentrado a un día plazo.

⁶⁷ Artículo 8 de la sesión 5475 del 20 de octubre del 2010. Antes de esta fecha, el BCCR participaba en el MIL únicamente como oferente de recursos.

⁶⁸ Además, la Junta Directiva aprobó otras medidas que están en línea con el objetivo de lograr que la tasa de interés constituya el principal instrumento de política monetaria, las cuales se detallaron en el Capítulo 1 de este informe.

plazo. El nivel máximo de este corredor estará determinado por la tasa de interés de la facilidad de crédito permanente a un día plazo del BCCR en el MIL y el nivel mínimo corresponderá a la tasa de interés de la facilidad permanente de depósito a un día plazo en ese mismo mercado.

2.2.2 Mercado interbancario de dinero (MIB)

El Mercado Interbancario de Dinero (MIB) es un mercado cerrado y privado creado en 1996 por el Instituto Centroamericano de Finanzas y Mercado de Capitales S.A. (ICAF), empresa subsidiaria de la Bolsa Nacional de Valores, en el cual los participantes autorizados (instituciones del Sistema Bancario Nacional) pueden negociar electrónicamente fondos de corto plazo.

En el MIB se pueden realizar dos tipos de operaciones: créditos en cuenta y recompras de títulos valores⁶⁹, tanto en moneda nacional como extranjera. En ambos casos, el plazo máximo de negociación es de 360 días naturales.

Los créditos en cuenta están basados en la confianza entre los participantes debido a que no existen mecanismos que garanticen que la entidad que solicitó fondos los vaya a reintegrar. Debido a ello, las entidades acreedoras conocen la identidad de aquellas que solicitan recursos en el sistema electrónico y determinan si desean prestarle o no.

Las recompras realizadas en el MIB son muy similares a las del mercado secundario de la BNV. Dichas recompras están garantizadas por un título valor que ingresa a un fideicomiso administrado por el ICAF y se mantiene bajo custodia en la Central de Valores (CEVAL). Por consiguiente, estas

⁶⁹ Los créditos en cuenta se han utilizado desde que inició el MIB en 1996, mientras que las recompras comenzaron a utilizarse en noviembre de 1998.

operaciones son impersonales, pues no es necesario que los participantes conozcan su contraparte antes del cierre de la negociación.

El valor de mercado de los títulos objeto de recompra en el MIB es determinado diariamente por un Comité de Valoración con el propósito de ajustar la garantía de las operaciones realizadas⁷⁰.

2.2.3 Mercado de dinero (MEDI)

El Mercado de Dinero (MEDI) es un mercado cerrado y privado, organizado por la Bolsa Nacional de Valores, con el fin de que los puestos de bolsa puedan negociar electrónicamente fondos a un día plazo para solventar problemas temporales de liquidez.

Este mercado inició el 4 de mayo de 1998 y sustituyó a un sistema anterior denominado “OPAB entre puestos”, el cual permitía a los puestos de bolsa realizar inversiones a un día plazo en Operaciones de Administración Bursátil (OPAB) o en Cuentas de Administración de Valores (CAV) administradas por otro puesto de bolsa⁷¹.

El MEDI funciona todos los días hábiles de 11 am a 12 md mediante un sistema automatizado conectado a la red privada de la BNV y las transacciones que se realizan en él son recompras a un día hábil plazo⁷² en moneda nacional y extranjera, en las cuales pueden fungir como subyacentes con plazos de vencimiento mayores a dos días los valores estandarizados emitidos por el

⁷⁰ El procedimiento para la valoración a precios de mercado de los títulos que se utilizan en el MIB es el mismo que emplea la BNV en relación a las recompras que se efectúan en mercado secundario.

⁷¹ El propósito del “OPAB entre puestos” era que los puestos de bolsa no mantuvieran ociosos los recursos que habían recibido de los clientes para invertir en OPAB o CAV y que por razones de oportunidad o de mercado no habían podido ser utilizados para adquirir títulos valores para esas carteras.

⁷² Conforme las prácticas del mercado, dicho plazo puede ser mayor si median fines de semana o feriados en la operación.

Ministerio de Hacienda, el BCCR, los bancos públicos y el Gobierno de los Estados Unidos de América, así como certificados de depósito a plazo y papel comercial en colones y dólares de los bancos públicos⁷³.

Los activos subyacentes de las recompras en el MEDI son depositados previamente en custodia en la Central de Valores (CEVAL) y quedan pignorados hasta el vencimiento de la operación. Dichos subyacentes son valorados diariamente a precios de mercado utilizando el Vector del Precios del Proveedor Integral de Precios Centroamérica (PIPICA).

EL MEDI es un mercado “ciego”, pues los puestos de bolsa conocen su contraparte hasta que la operación queda en firme. Las asignaciones se dan por calce automático entre la mejor oferta de compra y de venta y no se aplican pujas para mejorar las ofertas, además, todas las operaciones calzadas quedan en firme, debido a lo cual no hay anulaciones posteriores. El sistema permite fraccionar las ofertas, por lo que un puesto puede solicitar solo una parte del monto de una oferta que aparezca en pantalla.

La principal ventaja del MEDI es precisamente la posibilidad que tienen los puestos de bolsa de obtener liquidez en forma expedita, aunque no siempre a bajo costo porque en algunas ocasiones las tasas de interés pactadas resultan altas al compararlas con las tasas de mercado.

Las recompras que se realizan en el MEDI están sujetas a un impuesto único y definitivo del 8% sobre los rendimientos generados, al igual que lo están las operaciones de recompra que se realizan en el mercado secundario de la BNV. De la misma forma, el impuesto debe pagarlo el puesto de bolsa que presta o invierte los recursos.

⁷³ Estos instrumentos se caracterizan por no ser estandarizados.

2.2.4 Recompras

Las recompras son operaciones bursátiles realizadas en el mercado secundario de valores mediante las cuales las partes contratantes acuerdan la compraventa de títulos y valores así como su retrocompra a un precio y un plazo convenidos.

Las recompras contribuyen a darle profundidad al mercado de valores, toda vez que permiten que los ahorrantes coloquen sus recursos en instrumentos de largo plazo, con la opción de tener acceso a un mercado de liquidez temporal en caso de requerirlo.

En Costa Rica, estas operaciones son efectuadas por los puestos de bolsa (por cuenta propia o en representación de sus clientes) utilizando una plataforma electrónica propiedad de la Bolsa Nacional de Valores (BNV)⁷⁴. Esta entidad actúa además como fiduciaria del fideicomiso que se constituye para administrar los valores subyacentes de dichas operaciones⁷⁵.

Las recompras se efectúan en el mercado secundario entre las de 10 am y la 1 pm en un sistema electrónico de negociación que empata las ofertas de compra y venta y realiza remates de las operaciones empatadas para que los puestos de bolsa

⁷⁴ En buena medida esto obedece a que, según lo establecido en el artículo 23 de la Ley Reguladora del Mercado de Valores, se ha interpretado que los reportos solo pueden efectuarse por medio de las bolsas de valores. No obstante, ante una consulta efectuada por el Banco Central de Costa Rica acerca de si jurídicamente es posible que esta Institución organice dentro del MIL un mercado de reportos no bursátiles y otro tipo de mecanismos, como parte de la instrumentalización de la política monetaria, la Procuraduría General de la República, mediante criterio C-030-2010 del 1 de marzo del 2010, indicó que “la organización de un mercado de reportos en el cual las entidades fiscalizadas por las cuatro superintendencias del país pueden negociar entre ellas o con el Banco Central, todo a efecto de solucionar sus problemas de liquidez, se enmarca dentro de la esfera de competencias propias de la banca central. Ello porque la ineficacia de un mercado de dinero es susceptible de afectar los objetivos de la política monetaria y, por ende, la actuación del banco central”.

⁷⁵ Los activos subyacentes son mantenidos en un fideicomiso hasta la finalización del plazo de la recompra.

puedan mejorar sus posturas. Estas operaciones se realizan tanto en moneda nacional como extranjera a un plazo mínimo de un día y no mayor de 365 días naturales, aunque en su mayoría se concentran a un plazo menor a 90 días.

Los activos utilizados como garantía en las recompras pueden ser emitidos por el sector público o privado, ya sea por emisores nacionales o extranjeros, pueden ser de renta fija (como títulos de deuda) o de renta variable (acciones, por ejemplo) y estar denominados en cualquier moneda. Además, deben ser negociables en los mercados organizados por la BNV y tener alta bursatilidad.

Al cerrarse una operación de recompra, el vendedor inicial recibe el pago por la venta temporal de su título valor y el comprador inicial recibe un certificado de custodia no negociable que prueba que tiene en fideicomiso un título valor que sirve de garantía a una operación de recompra. Al finalizar el plazo de la recompra, el comprador final devuelve el dinero recibido y el vendedor final remite a la Central de Valores el certificado de custodia no negociable.

Según lo dispuesto en la Ley de Simplificación Tributaria No. 8114, las recompras efectuadas por medio de una bolsa de valores están sujetas a un impuesto único y definitivo del 8% sobre los rendimientos generados por la operación, en tanto que los rendimientos devengados en las recompras realizadas fuera de bolsa deben considerarse como renta ordinaria gravable. Este impuesto debe pagarlo el comprador inicial de la recompra, es decir, aquel que invierte en la operación para obtener un rendimiento.

Seguidamente se presenta una tabla que resume los principales aspectos operativos de los mercados de negociación MIL, MIB, MEDI y REPO.

Como puede observarse, el MIL y MIB funcionan de modo similar, pues ambos son mercados que pueden catalogarse como interbancarios (el MIL permite la participación de entidades financieras no bancarias, pero la mayoría de transacciones son realizadas por bancos) en los cuales pueden realizarse tanto operaciones garantizadas como no garantizadas y, además, el horario y el trato impositivo es prácticamente igual. No obstante, existen diferencias en términos de los montos mínimos, costos, plataforma tecnológica y tratamiento en materia de encaje (en el MIL las obligaciones a 14 días o menos están exentas de este requerimiento).

De igual modo, MEDI y REPO son mercados similares entre sí (aunque diferentes en comparación con el MIL y MIB), pues ambos están diseñados para que los puestos de bolsa gestionen su liquidez. Una de las diferencias entre estos mercados radica en el plazo de las operaciones, dado que las que se realizan en el MEDI son exclusivamente a un día, en tanto que en REPO pueden fluctuar entre uno y trescientos sesenta y cinco días. Otra diferencia es el plazo de liquidación de las operaciones, pues en el caso de MEDI la primera operación se liquida el día de la negociación (período T), mientras que en REPO lo hace al día siguiente (T+1).

	MIL	MIB	MEDI	REPO
Plataforma	SINPE.	Plataforma Transaccional SIOPEL.	Plataforma transaccional SIOPEL, rueda MEDI.	Plataforma transaccional SIOPEL, rueda REPO.
Horario	De 8:00 a.m. a 6:00 p.m.	De 8:30 a.m. a 6:00 pm.	De 11:00 am a 12:00 md	De 10:00 am a 1:00 pm.
Participantes	Entidades supervisadas y reguladas por la SUGEF, SUGEVAL, SUPEN Y SUGESE.	Instituciones del Sistema Bancario Nacional (SBN).	Puestos de bolsa (cuenta ajena o propia).	Puestos de bolsa (cuenta ajena o propia).
Tipo de operaciones	Operaciones Diferidas de Liquidez (ODL) en moneda nacional y extranjera, garantizadas y no garantizadas.	Créditos en cuenta (bancos del SBN) y operaciones de recompra (BCCR o entre los bancos).	Operaciones de reporto tripartito a un día.	Operaciones de reporto tripartito.
Instrumentos	Operaciones Diferidas de Liquidez (ODL).	Créditos en cuenta o recompras garantizadas con títulos valores del Ministerio de Hacienda y BCCR o certificados de inversión garantizados por los títulos antes mencionados, emitidos por entidades sujetas a fiscalización de SUGEF.	Emisiones estandarizadas de deuda local e internacional, del Ministerio de Hacienda, el BCCR, bancos públicos y el Gobierno de los Estados Unidos y Certificados de depósito a plazo y papel comercial en colones y dólares de los bancos públicos.	Valores estandarizados admitidos para negociación en los mercados organizados por la Bolsa, pudiendo ser valores de deuda, accionarios o de participación, que se encuentren detallados en la metodología para la valoración de instrumentos y garantías ⁷⁶ .
Plazo	De 1 a 90 días.	De 1 a 360 días naturales.	Un día hábil.	No mayor a 365 días naturales, contados a partir de la fecha de cierre de la operación.
Monto mínimo	¢1.000.000 con múltiplos ¢1.000.000, o bien \$5.000 con múltiplos de EUA\$1.000.	\$10.000 (diez mil dólares con 00/100) o su equivalente en colones.	EUA\$100.000.00 (Cien mil dólares 00/100) o su equivalente en colones al tipo de cambio promedio compra-venta publicados por el BCCR	EUA\$1.000.00 (un mil dólares con 00/100) o su equivalente en colones al tipo de cambio promedio entre la compra y la venta publicados por el BCCR.
Liquidación	<i>Liquidación de constituciones:</i> Inmediatamente después del calce de las operaciones. <i>Liquidación de vencimientos:</i> A las 11:00 a.m. del día pactado para el vencimiento (el cual debe corresponder a un día hábil).	La primera parte en tiempo real, mientras que la segunda se liquida de conformidad con el siguiente esquema: Rueda MIB: día de vencimiento del pacto a la misma hora que fue originalmente contratada. Rueda MIB+: día del vencimiento del pacto a las 11:00 am.	La primera operación en T y la operación a plazo en T+1, o el día hábil bursátil siguiente.	La primera parte se liquida en T+1 siempre y cuando sea un día hábil y la segunda parte se definirá a partir de la liquidación de la primera parte hasta un máximo de 365 días.
Garantía	Valores estandarizados emitidos por el BCCR o por el Gobierno, admitidas para cotización en un mercado organizado de bolsa y con vencimiento igual o superior a 7 días naturales.	En las operaciones de crédito en cuenta no se exige ningún tipo de garantía subyacente. En las recompras se fijan garantías de margen y de cumplimiento de acuerdo con los parámetros de las emisiones que se utilizan para las operaciones de reporto tripartito de la BNV. La garantía mínima es del 5% del valor de mercado del subyacente.	Emisiones estandarizadas de deuda local e internacional del Ministerio de Hacienda, el BCCR, Bancos Públicos y el Gobierno de los Estados Unidos, Certificados de depósito a plazo y papel comercial en colones y dólares de los bancos públicos.	Emisiones estandarizadas de deuda local e internacional del Ministerio de Hacienda, el BCCR, bancos públicos y el Gobierno de los Estados Unidos, Certificados de depósito a plazo y papel comercial en colones y dólares de los bancos públicos.
Custodio	Fideicomiso del BNCR.	Central de Valores (CEVAL).	Central de Valores (CEVAL).	Central de Valores (CEVAL).
Encaje	Los títulos negociados que están sujetos al encaje pueden ser deducidos por el tenedor durante el período de su tenencia ⁷⁷ .	Los títulos negociados que están sujetos al encaje pueden ser deducidos por el tenedor durante el período de su tenencia.	Los títulos negociados que están sujetos al encaje pueden ser deducidos por el tenedor durante el período de su tenencia.	Los títulos negociados que están sujetos al encaje pueden ser deducidos por el tenedor durante el período de su tenencia.
Costo	Suscripción mensual de ¢120.000 y un 0,05% anualizado (sobre la base de 360 días) por el monto de ofertas calzadas.	Cuota mensual de EUA\$275 más 0.2% anualizado por el volumen transado y deben pagarla las dos partes que intervienen en cada operación.	Tarifa mínima por cada transacción de EUA\$0,60 y una comisión de mercado secundario que difiere según el nivel de ingresos por comisiones que tenga el puesto de bolsa en el mes.	Tarifa mínima por cada transacción de EUA\$0,60 y una comisión de mercado secundario que difiere según el nivel de ingresos por comisiones que tenga el puesto de bolsa en el mes.
Impuesto	Impuesto sobre la renta ordinaria (30% como máximo).	Impuesto sobre la renta ordinaria (30% como máximo).	El impuesto de renta del 8%.	El impuesto de renta del 8%.

⁷⁶ Aplican las siguientes excepciones: a). Se podrán utilizar emisiones físicas de Títulos de Propiedad Tasa Básica y Títulos Tasa Ajustable en Dólares, b). Emisiones individuales macrotítulos de los bancos públicos incluyendo dentro de estos al Banco Popular y c) Emisiones individuales macrotítulos de los Banco Privados.

⁷⁷ Se exceptúa del encaje las obligaciones a 14 días o menos, constituidas en los mercados organizados de dinero por las entidades sujetas a la supervisión de la SUGEF, SUGEVAL, SUPEN y SUGESE.

2.2.5 Principales estadísticas de los mercados de dinero

Antes de la entrada en funcionamiento del MIL, las operaciones del mercado de recompras a menos de 3 meses eran las que movilizaban la mayor cantidad de fondos, pero paulatinamente el MIL ha ganado participación.

Como se aprecia en los cuadros 14 y 15, el MIB prácticamente ha dejado de funcionar y el MIL es actualmente el principal mercado de negociación en moneda nacional, mientras que en dólares el más importante es el mercado de reportos. No obstante, tanto este mercado como MEDI han disminuido su participación relativa, en tanto que la del MIL ha aumentado.

Por otra parte, en el 2010 las tasas de interés de los distintos mercados de negociación muestran una disminución con respecto al año previo, registrándose el mayor ajuste en el mercado de reportos (tanto en colones como en dólares). Además, se ha reducido la diferencia en los niveles de las tasas de los otros mercados con respecto al MIL.

Cuadro 14. Montos transados en colones y tasas de interés negociadas en MIL, MIB, MEDI y REPO

	Monto negociado ¹			Tasa de interés ²		
	2009	2010	Var%	2009	2010	Var-pp.
MIL	405.005 (2,4)	1.015.776 (5,5)	150,8%	5,6%	4,9%	-0,7
MIB	362.465 (2,2)	26.525 (0,1)	-92,7%	5,8%	3,6%	-2,2
MEDI	302.159 (1,8)	318.331 (1,7)	5,4%	7,1%	5,6%	-1,5
REPO	499.639 (3,0)	480.676 (2,6)	-3,8%	10,6%	8,5%	-2,1

¹ Promedio mensual, en millones de colones.

² Promedio mensual ponderado por monto negociado.

³ Las cifras entre paréntesis muestran el monto negociado como proporción del PIB anual.

⁴ Los datos del 2010 están al 16 de noviembre, excepto para el MIL, que están al 18 de noviembre.

⁵ PIB nominal 2009= ₡16.788.007,4 millones;

PIB nominal 2010= ₡18.546.219,4 millones.

Fuente: Elaboración propia con base en datos del BCCR y de la BNV.

Cuadro 15. Montos transados en dólares y tasas de interés negociadas en MIL, MIB, MEDI y REPO

	Monto negociado ¹			Tasa de interés ²		
	2009	2010	Var%	2009	2010	Var-pp.
MIL	33,6 (0,1)	174,4 (0,5)	419,0%	0,21%	0,21%	0,0
MIB	51,7 (0,2)	6,7 (0,0)	-87,1%	0,46%	0,10%	-0,36
MEDI	205,0 (0,7)	123,5 (0,0)	-39,8%	0,90%	0,81%	-0,08
REPO	695,8 (2,4)	588,2 (1,7)	-15,5%	3,74%	2,27%	-1,47

¹ Promedio mensual, en millones de dólares.

² Promedio mensual ponderado por monto negociado.

³ Las cifras entre paréntesis muestran el monto negociado como proporción del PIB anual en dólares.

⁴ Los datos del 2010 están al 16 de noviembre, excepto para el MIL, que están al 18 de noviembre.

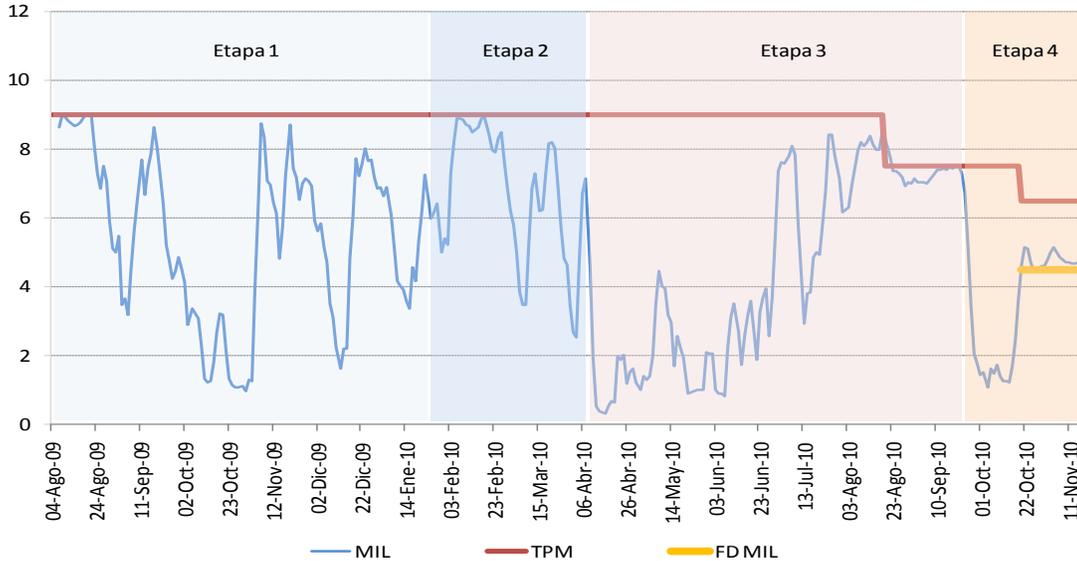
⁵ PIB nominal 2009= EUAS\$29.283,7 millones;

PIB nominal 2010= EUAS\$34.096,3 millones.

Fuente: Elaboración propia con base en datos del BCCR y de la BNV.

Con respecto a la evolución de la tasa de interés del MIL y considerando las condiciones de liquidez del mercado, pueden distinguirse cuatro etapas. Una primera que va desde el 4 de agosto del 2009 (fecha en que entró en funcionamiento el MIL) hasta el 28 de enero del 2010, período en que este mercado de negociación coexistió con el Mercado Interbancario de Dinero (MIB). Los rendimientos promedio en este periodo fueron muy irregulares en ambos mercados en todo el periodo, debido a que los requerimientos de liquidez, principalmente de la banca estatal, fueron satisfechos con préstamos del BCCR.

Gráfico 18. Evolución de la tasa de interés del MIL
 -en porcentajes-



Fuente: Banco Central de Costa Rica.

La segunda etapa inició el 2 de febrero y se extendió hasta principios de abril del 2010, lapso en el cual las tasas de interés del MIL registraron una menor volatilidad que en el periodo anterior y en promedio se ubicaron en un nivel superior. Esto por cuanto hubo una menor disponibilidad de recursos líquidos en la economía, como resultado de la mayor captación del BCCR en la subasta de bonos de estabilización monetaria (BEM). No obstante, los vencimientos de BEM a principios de abril del 2010 que no fueron reabsorbidos incrementaron la disponibilidad de recursos líquidos de la banca comercial y, como resultado, se redujo tanto la participación del BCCR en el MIL como el nivel de la tasa de interés promedio de las operaciones pactadas en este mercado.

La etapa tercera se dio como resultado de la mayor captación de BEM en la subasta conjunta para trasladar recursos líquidos a instrumentos con plazos superiores a 269 días, lo cual generó una restricción gradual

de liquidez que conllevó a un repunte sostenido en las tasas de interés del MIL. Dicho repunte y el ajuste a la baja de la tasa de política monetaria (TPM) en la tercera semana de agosto del 2010 hicieron que la brecha entre la tasa de interés promedio y la TPM en las primeras semanas de setiembre fuera aproximadamente de 10 puntos base.

En la cuarta etapa hubo una renovación parcial del vencimiento de BEM a finales de setiembre, que generó una caída abrupta de la tasa de interés del MIL. No obstante, a partir del 21 de octubre, cuando se habilitó la facilidad permanente de depósito a un día, la tasa de interés promedio del MIL se incrementó, ubicándose dentro del corredor determinado por la TPM y la tasa de la facilidad de depósito (4,5%).

En síntesis, el comportamiento de los mercados de negociación de dinero en el 2010 evidencia una mayor preponderancia del MIL en cuanto a montos negociados, así

como una trayectoria de la tasa de interés de dicho mercado que se ubica dentro del corredor definido por el BCCR, lo cual es consistente con la estrategia trazada para lograr que la tasa de interés sea el principal instrumento de política monetaria. Sin embargo, como se indica más adelante, aún se requiere aplicar otras acciones para mejorar el funcionamiento del mercado de dinero y aumentar la efectividad de la política monetaria para controlar la inflación.

2.3 Interrelaciones entre los mercados de dinero

Algunos estudios realizados en años anteriores⁷⁸ identificaron como una de las mayores limitaciones del mercado de dinero costarricense el hecho de que no exista un mercado de dinero integrado, pues en realidad lo que existía eran varios mercados relativamente inconexos (recompras y el MIB). Sin embargo, con la puesta en operación del MEDI y más recientemente del MIL, así como los cambios tecnológicos aplicados en las plataformas que operan, se han superado en alguna medida dichas limitaciones.

Este aspecto es importante porque, según los estudios citados, la falta de conexión entre esos mercados había impedido que se pudieran llevar a cabo operaciones de arbitraje entre los distintos segmentos del mercado de préstamos interbancarios, lo cual redujo la eficiencia en la gestión de la liquidez de los intermediarios financieros. Además, la fragmentación de los mercados de negociación del dinero había limitado la efectividad del mecanismo de transmisión de la política monetaria, toda vez que las tasas

de interés interbancarias no han tenido el impacto deseado sobre el espectro de tasas de interés.

Dado lo anterior, se consideró relevante verificar si en la actualidad persiste la condición indicada en los estudios mencionados, sobre la falta de conexión entre los distintos mercados de dinero. Para ello, se analizó el comportamiento diario del MIL, los reportos (a un día plazo y a futuro) y el MEDI durante dos distintos lapsos, uno caracterizado por la abundancia de fondos (octubre del 2009) y otro en el que hubo escasez relativa de recursos (febrero del 2010). Se trató de verificar si en dichos períodos la liquidez fluyó entre estos mercados o si, por el contrario, se mantuvieron desvinculados y si hubo un comportamiento diferente asociado a las condiciones de disponibilidad de liquidez en la economía.

El cuadro 16 muestra los montos totales negociados en estos mercados durante los períodos de análisis, así como los rendimientos promedio ponderados (por volumen negociado), según el tipo de moneda en que se realizaron las respectivas transacciones. Además, se incluye información del número de entidades financieras que representaron un 60% o más del monto total transado, como un indicador del grado de concentración presente en dichos mercados⁷⁹.

⁷⁸ Por ejemplo: García, Catiana; Ketterer, Juanico y Vegara, David: "Mercados de liquidez y de deuda pública en Centroamérica", 1999; García, Catiana y Monge, Olga: "La subasta conjunta y el desarrollo del mercado de capitales: propuestas para mejorar su funcionamiento", 2000. Ambos documentos son internos.

⁷⁹ Cabe señalar que en el caso del mercado de recompras participan los puestos de bolsa a nombre de diversos clientes, por lo cual para el ejercicio realizado solamente se consideraron las operaciones que realizaron dichos puestos para entidades financieras.

Cuadro 16. Mercados de negociación del dinero: algunos resultados

Mercado	Octubre 2009				Febrero 2010			
	Rendimiento ponderado (%)	Monto negociado total (en millones)	Entidades financieras que negociaron el 60% o más del total		Rendimiento ponderado (%)	Monto negociado total (en millones)	Entidades financieras que negociaron el 60% o más del total	
			Acreedor	Deudor			Acreedor	Deudor
MIL								
Colones	2,1	193.043,0	2	2	8,5	1.371.162,0	2	2
Dólares	0,0	33,0	1	1	0,1	138,4	3	1
MEDI								
Colones	3,9	130.877,3	3	2	7,1	180.790,5	4	3
Dólares	0,7	63,8	1	2	0,8	46,3	2	1
REPO								
Colones	8,4	31.559,8	4	2	7,9	71.249,2	3	1
Dólares	2,6	68,9	3	3	1,4	78,7	1	2

Fuente: Elaboración propia con base en cifras de la SUGEVAL.

Como puede observarse, en los meses analizados el MIL fue el mercado que concentró el mayor volumen de negociaciones, pero esa situación fue particularmente acentuada en febrero del 2010, lo cual se evidencia en buena medida por la participación que tuvo el Banco Central ante la escasez relativa de liquidez observada en dicho mes.

Asimismo, se aprecia que en febrero del 2010 los rendimientos fueron más homogéneos en comparación con los de octubre del 2009, mes en el que hubo una alta dispersión en dicha variable. Este hecho está asociado a los cambios realizados por el Banco Central para reducir la volatilidad de las tasas de interés de corto plazo.

Por otra parte, las cifras anteriores evidencian una alta concentración de los montos negociados en pocas entidades, tanto en lo que respecta a los deudores como a los acreedores e independientemente de las monedas en que se efectúen las transacciones.

Al analizar la volatilidad de los montos y las tasas de interés (mínima, máxima y promedio) en cada uno de los mercados considerados (ver cuadro 17), se observa que en octubre del 2009, el MIL registró los mayores niveles de volatilidad⁸⁰ en montos y en tasas de interés en las operaciones en colones; asimismo dicho mercado presentó mayor volatilidad en octubre del 2009 que en febrero del 2010. Este último resultado refleja el hecho de que cuando hay excesos de liquidez (como ocurrió en octubre del 2009) las tasas que pactan los participantes en el MIL tienden a dispersarse; pero cuando se da una situación de “escasez” el costo del dinero tiende a la tasa que fija el prestamista de última instancia, en este caso el Banco Central y por lo tanto, se reduce la volatilidad.

⁸⁰ Medida por el coeficiente de variación.

Cuadro 17. Mercados de negociación del dinero: coeficientes de variación

Mercado	Octubre 2009				Febrero 2010			
	Coeficiente de Variación				Coeficiente de Variación			
	Monto	Tasa mínima	Tasa máxima	Tasa promedio	Monto	Tasa mínima	Tasa máxima	Tasa promedio
MIL								
Colones	70,7	48,7	48,6	53,3	36,3	30,2	7,2	11,3
Dólares	44,2	42,0	59,9	36,2	90,9	43,2	53,6	34,7
MEDI								
Colones	32,1	24,8	27,5	24,0	21,6	29,2	28,5	28,4
Dólares	48,9	35,8	56,3	37,8	66,4	33,4	55,5	40,2
MIB¹								
Colones	62,7	37,8	35,3	52,4	-	-	-	-
Dólares	53,1	51,1	45,0	43,5	-	-	-	-
REPO								
Colones	63,7	31,8	24,7	nd	82,9	12,8	31,1	n.d.
Dólares	70,8	20,8	88,0	nd	79,0	57,3	89,4	n.d.

¹ No se incluyen datos del MIB para febrero del 2010 porque en ese mes ya no registraba operaciones.

Fuente: Elaboración propia con base en cifras del Banco Central y la SUGEVAL.

Del análisis particular de las operaciones realizadas por las distintas entidades financieras en los mercados en consideración, se observó lo siguiente:

1. Existen unos cuantos intermediarios financieros que, tanto en el período de relativa abundancia como en el de escasez de recursos, fueron acreedores netos en los mercados en que participaron.
2. Las entidades financieras que movilizaron la mayor cantidad de fondos lo hicieron principalmente en el MIL en ambos períodos.
3. Al analizar los montos negociados diariamente en los mercados de dinero, no se halló evidencia de arbitraje entre los mismos. Lo anterior se confirmó también por medio del análisis de los coeficientes de correlación de las tasas de interés negociadas en esos mercados.

El cuadro 18 muestra que en las negociaciones en colones, la correlación de las tasas de interés entre los mercados es relativamente baja (e incluso negativa en algunos casos), con excepción del MIL y MIB en octubre del 2009, pero ello se podría explicar por el hecho de que en los inicios del MIL ambos mercados se comportaban de manera muy similar, en cuanto a participantes y reglas del negocio.

Por otra parte, en las negociaciones en dólares hay evidencia de una correlación positiva para las tasas mínimas y máximas únicamente en febrero del 2010, entre el MEDI y REPO, mercados que tienen en común que los participantes son puestos de bolsa.

Cuadro 18. Mercados de negociación del dinero: coeficientes de correlación

	Colones				Dólares			
	Octubre 2009		Febrero 2010		Octubre 2009		Febrero 2010	
	Tasa mínima	Tasa máxima						
MIL-MIB ¹	0,69	0,71	n.a.	n.a.	0,64	0,23	n.a.	n.a.
MIL-MEDI	-0,09	0,29	0,11	0,58	-0,63	0,81	0,00	-0,45
MIL-REPO	0,19	0,00	-0,76	0,20	0,72	-0,33	0,56	-0,42
REPO-MIB	-0,03	0,13	n.a.	n.a.	0,30	-0,35	n.a.	n.a.
REPO-MEDI	0,51	0,33	0,20	-0,05	-0,15	0,10	0,63	0,96
MIB-MEDI	-0,27	0,27	n.a.	n.a.	-0,25	-0,22	n.a.	n.a.

¹ No se incluyen datos del MIB para febrero del 2010 porque en ese mes ya no registraba operaciones.

Fuente: Elaboración propia con base en cifras del Banco Central y la SUGEVAL.

4. Hubo un caso en que se presume pudo haber arbitraje dentro del MIL (pidiendo prestado en colones y otorgando crédito en dólares).

En síntesis, aunque no se halló evidencia de arbitraje entre los mercados de dinero analizados, las cifras a febrero del 2010 podrían estar evidenciando un mayor grado de integración entre estos mercados, en virtud de la reducción en el grado de dispersión de los rendimientos, situación que se asocia a las acciones aplicadas por el Banco Central. No obstante, es importante tomar medidas complementarias para contar con un mercado de dinero eficiente que contribuya en la implementación de la política monetaria.

2.4 Medidas para mejorar el funcionamiento del mercado de dinero en Costa Rica

Como se indicó antes, el buen funcionamiento del mercado interbancario es de suma importancia para la ejecución de la política monetaria. En este apartado

se mencionan algunas acciones que podrían contribuir a este fin.

En primer lugar, se debe recordar que hasta la decisión del Banco Central del 20 de octubre pasado de establecer la captación a un día en el MIL, su participación en dicho mercado se dio solo para inyectar y no para absorber, de ahí la trascendencia de introducir una facilidad de depósito en el MIL.

Adicionalmente, debe contemplarse la posibilidad de que el BCCR tenga mayor presencia en el mercado mediante operaciones de afinamiento, para limitar la volatilidad de los tipos de interés a corto plazo. Para ello se puede seguir lo que hacen otros países que establecen subastas de contracción e inyección de liquidez.

Por otra parte, en la medida en que el Banco Central empiece a participar activamente en el MIL (absorbiendo e inyectando liquidez), se deberá evaluar periódicamente los indicadores de seguimiento de la liquidez del sistema

financiero con el fin de minimizar los errores en las estimaciones de esta variable y de esta forma evitar movimientos erráticos en las tasas de interés de corto plazo.

De igual modo, es importante tener en consideración que existen algunos aspectos fuera del control directo del Banco Central que pueden causar distorsiones en el funcionamiento de los mercados de dinero, tales como las diferencias en la fecha de liquidación de las operaciones y el tratamiento en materia tributaria de los rendimientos obtenidos en las negociaciones efectuadas en dichos mercados. Esto por cuanto algunos mercados liquidan en el día de la negociación (período t) y otros al día siguiente (período $t+1$) y, por otro lado, hay rendimientos que están sujetos a una tasa impositiva del 8% mientras otros pagan renta ordinaria del 30%.

Capítulo 3: Costo de vida e inflación: conceptos diferentes, un indicador común

La economía costarricense experimentó durante el 2009 y en lo que va del 2010 un proceso de desinflación importante con respecto a los niveles históricos (inflaciones de dos dígitos). Pese a ello, el incremento en el costo de vida continúa como una preocupación en algunos sectores de la sociedad costarricense.

Dado lo anterior en este capítulo se explican las diferencias teóricas entre los conceptos de inflación y de costo de la vida; así como otros elementos que ayudan a entender por qué se puede percibir un incremento en el costo de vida pese a la baja en la inflación.

En general de lo desarrollado en este capítulo se infiere: i) teóricamente ambos conceptos difieren, pero en la práctica se aproximan por el mismo indicador de precios (IPC) razón por la cual su utilizan como sinónimos; ii) la inflación (variación en el costo de vida) que enfrenta determinado grupo de la población puede diferir del resultado mostrado por el IPC y iii) aunque en niveles diferentes, los diversos grupos de la población experimentaron durante el 2009 y en lo que va a octubre del 2010 una reducción significativa de la inflación (variación en el costo de vida) en relación con lo observado en el bienio 2007-08.

3.1 ¿Mide el Índice de Precios al Consumidor el costo de vida?

Por lo general existen problemas para diferenciar entre el índice de precios al consumidor (IPC) y el índice de costo de vida (ICV). Los diversos usos que se le atribuyen al IPC en los sectores económico, social y jurídico inducen a que se considere como sinónimo de costo de vida, aunque a nivel teórico ambos conceptos difieren.

El objetivo del IPC es determinar la evolución de los precios de una canasta de bienes y servicios representativa del patrón de consumo de los habitantes de un área geográfica específica, para un determinado

periodo. Por su parte, el ICV indica en cuánto se requiere modificar el ingreso monetario de la población de referencia para mantener un mismo nivel de vida o satisfacción durante el tiempo.

El patrón de gasto de las familias a lo largo del tiempo puede variar por motivos distintos a la variación de los precios, tales como la cantidad y calidad de los bienes y servicios consumidos. Así, el costo de vida es un concepto teórico que representa el valor o costo de los bienes y servicios que los hogares consumen para obtener un determinado nivel de satisfacción.

El cálculo del costo de vida plantea enormes dificultades prácticas, por lo cual no suele realizarse. Dichas complejidades surgen debido a que este concepto se basa en aspectos subjetivos relacionados con el bienestar de los agentes económicos y, además, a que las ponderaciones de los bienes y servicios pueden variar permanentemente en la medida en que los hogares hagan sustituciones de productos en respuesta a cambios en los precios⁸¹.

Dado lo anterior, los requerimientos de información, de recolección, captura, procesamiento y difusión de los datos, resultarían demasiado voluminosos y cambiantes para ofrecer la continuidad y la comparabilidad requeridas.

⁸¹ Suponiendo que los agentes económicos son racionales, al variar los precios es de esperar que sustituyan unos productos por otros en procura de un mayor nivel de satisfacción, dado su nivel de ingreso.

3.2 ¿Qué es un índice de precios al consumidor?

De acuerdo con el Instituto Nacional de Estadística y Censos, un índice de precios al consumidor (IPC) se define como: “un indicador estadístico que mide las variaciones promedio de los precios de un grupo seleccionado de bienes y servicios representativo de los patrones de consumo de la población de referencia”⁸².

Para comprender el alcance del IPC, es importante tener presente los siguientes elementos:

- i) Es un indicador estadístico porque se elabora con herramientas propias de la estadística, permitiendo inferir el comportamiento de una población a partir de una muestra.
- ii) Indica la variación promedio de un conjunto de precios distribuidos geográfica y temporalmente.
- iii) Considera una canasta de bienes y servicios consumida por los hogares de una determinada área geográfica de cobertura.
- iv) Está referido a los patrones de consumo de los hogares durante un determinado periodo base.
- v) Es representativo del consumo de los hogares de los diferentes niveles de ingreso del área geográfica de referencia y no del consumo de un hogar específico.

⁸² Principales características del Índice de Precios al Consumidor, base julio 2006. Instituto Nacional de Estadística y Censos, agosto del 2006.

3.3 Características del Índice de Precios al Consumidor de Costa Rica

En la mayoría de países, la variación del Índice de Precios al Consumidor (IPC)⁸³ es utilizado para medir la inflación.

La inflación se define como un incremento generalizado, durante un periodo prolongado en los precios de los bienes y servicios transados en la economía de un determinado país⁸⁴. Este proceso hace que la cantidad de bienes y servicios que se pueden comprar con una misma cantidad de dinero sea menor; es decir, hay un descenso en el valor del dinero y, por tanto, en su poder adquisitivo.

Sin embargo, el IPC puede reflejar también cambios transitorios en los precios relativos de los bienes y servicios⁸⁵, que generan variaciones temporales en la inflación, pero que no implican por sí mismos, un incremento generalizado y permanente de precios. Esta diferenciación está presente, por lo general, en las discusiones técnicas en relación con las medidas de política monetaria que deben implementar los bancos centrales para controlar la inflación.

En el caso de Costa Rica, el IPC mide las variaciones promedio de los precios de un grupo seleccionado de bienes y servicios representativos del patrón de consumo de la población que reside en 114 distritos de la Gran Área Metropolitana (GAM). El área de cobertura geográfica de este indicador

⁸³ En Costa Rica el primer Índice de Precios fue calculado en 1936 y desde esa fecha, se han elaborado cinco series de Índice de Precios al Consumidor: 1952, 1964, 1975, 1995 y 2006.

⁸⁴ El fenómeno opuesto a la inflación es la deflación, situación en la cual se presenta un descenso en el nivel general de precios durante un periodo amplio.

⁸⁵ Por ejemplo, si en un mes específico las condiciones climáticas impactan negativamente la producción de algún bien agrícola es de esperar un incremento en su precio. Debido a que este fenómeno no afecta las condiciones de los mercados del resto de bienes y servicios, sus precios se mantienen sin cambios. Así, el precio del producto agrícola en cuestión registra un aumento en relación con el precio del resto de los bienes y servicios, es decir, un incremento en su precio relativo.

incluye el 46% de la población total del país y el 72% de la población urbana⁸⁶.

Para elaborar la canasta de consumo y las ponderaciones del IPC se utilizó información de la Encuesta Nacional de Ingresos y Gastos (ENIG) realizada entre abril de 2004 y abril de 2005⁸⁷. Esta canasta quedó conformada por 292 bienes y servicios, de los cuales 226 son bienes (que en julio 2006 representaron un 52,8% del total de la ponderación de la canasta) y 66 son servicios.

Debido a que la serie del IPC tiene como base de referencia julio de 2006 (15 meses desde la finalización de la ENIG 2004), las ponderaciones de la canasta tuvieron que actualizarse. Ello se realizó estimando un factor para cada uno de los artículos de la canasta, el cual correspondió a la variación de los precios del índice promedio del periodo de la ENIG 2004 (abril 2004-abril 2005) hasta el mes base del índice. El procedimiento consistió en aplicar a la ponderación del artículo la variación de precios del periodo transcurrido, que se obtuvo del índice base enero 1995⁸⁸.

Los gastos de consumo se agruparon según la Clasificación de Consumo Individual por Finalidades (CCIF)⁸⁹.

⁸⁶ El área representa además el 59,3% del gasto de consumo realizado en el país y el 77,9% del gasto realizado en las zonas urbanas.

⁸⁷ La ENIG 2004 corresponde a una encuesta por muestreo a nivel nacional (la muestra fue de 5.220 viviendas distribuidas en todo el país), entre sus objetivos se mencionan: conocer fuentes de ingreso, cómo se gasta el ingreso, actualizar los ponderadores del IPC, actualizar la Canasta Básica Alimentaria, mejorar la medición de la pobreza y estimar el aporte de los hogares a la producción nacional

⁸⁸ Para un mayor detalle de la actualización de las ponderaciones al periodo base (julio 2006=100) ver "Metodología del Índice de Precios al Consumidor", Instituto Nacional de Estadística y Censos, setiembre del 2006.

⁸⁹ La CCIF es una de las cuatro clasificaciones de gastos por finalidades que se incluyen en el Sistema de Cuentas Nacionales 1993, pero también es utilizada con fines estadísticos en encuestas sobre ingresos y gastos de los hogares e índices de precios de consumo, entre otros usos. La CCIF está conformada por 14 divisiones, pero para efectos del IPC sólo se utilizan las primeras 12, que

Siguiendo esta clasificación, fueron definidos cinco niveles de agregación: grupo (12), subgrupo (31), clase (54), subclase (82) y artículo (292) y, además, se incluyó un nivel adicional, la variedad (389). Esta última desagregación permite que en el proceso de recolección de la información se tomen precios de más de una variedad para un mismo artículo.

Cuadro 19. IPC según grupos de gasto
 -base julio 2006-

Número	Nombre	Ponderación
		Julio 2006=100
Índice General		100,0
1	Alimentos y bebidas no alcohólicas	18,6
2	Bebidas alcohólicas y cigarrillos	0,8
3	Comidas y bebidas fuera del hogar	8,4
4	Prendas de vestir y calzado	6,5
5	Alquiler y servicios de la vivienda	10,8
6	Artículos para la vivienda y servicio doméstico	8,7
7	Salud	5,1
8	Transporte	16,1
9	Comunicaciones	5,1
10	Recreación y cultura	7,6
11	Educación	5,9
12	Bienes y servicios diversos	6,4

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censos.

La muestra para recolectar los precios de los bienes y servicios está constituida por 2.050 establecimientos (supermercados, pulperías, tiendas, farmacias, entre otros), en los cuales se recopila un total de 14.200 precios por mes⁹⁰.

El precio que se recolecta para elaborar el IPC está definido como el valor monetario pagado al contado por el comprador para adquirir un bien o servicio en el lugar y momento en que realiza la transacción. La metodología incluye ajustes en los precios por cambios de calidad, precios en oferta y por precios faltantes⁹¹.

corresponden a los gastos de consumo individual de los hogares.

⁹⁰ Algunos precios de servicios como agua, electricidad, teléfono y servicios profesionales se reciben directamente de las empresas e instituciones que suministran el servicio. Los precios de las viviendas de alquiler se obtienen de una muestra de 210 viviendas.

⁹¹ Cuando se detectan modificaciones en los precios a consecuencia de cambios de calidad, se aplican procedimientos especiales como el método de

A nivel de índices elementales (nivel de artículo), el cálculo de la variación relativa se realiza a partir de los promedios geométricos⁹² de los relativos de precios a nivel de variedades. En los índices agregados (general, grupos, subgrupo, clase y subclase), el cálculo se efectúa con base en los índices elementales de los artículos pertenecientes a la desagregación calculada y sus correspondientes ponderaciones, utilizando la fórmula de Laspeyres⁹³.

La difusión del IPC se realiza el segundo día hábil del mes inmediato al de estudio.

3.4 ¿Afecta la inflación por igual a todos?

Como se ha indicado, la inflación se aproxima por medio de la variación de un índice de precios al consumidor, el cual es un indicador estadístico que cuantifica la variación promedio de los precios de una canasta fija de bienes y servicios, representativa de los patrones de consumo de la población de referencia. En otras palabras, es un indicador del gasto medio efectuado en una determinada canasta de bienes y servicios.

Ahora bien, el patrón de consumo de los hogares, referido a gastos relacionados directamente con los bienes y servicios

solapamiento y de calidad equivalente que permiten separar el efecto en el precio debido al cambio de calidad. En el caso de precios de oferta, sólo se registra los precios de aquellos artículos que están en oferta y se espera vuelvan a su precio habitual. El ajuste por precio faltante se efectúa cuando no se encuentra el artículo especificado en el establecimiento, por cierre o cambio de actividad del establecimiento u otra situación fuera de control del equipo de trabajo de campo; en este caso, el precio se registra asignándole un cambio semejante al que muestran los precios que se obtuvieron en los demás establecimientos.

⁹² La media geométrica tiene la ventaja que disminuye la sensibilidad de las variaciones de los artículos con precios extremos.

⁹³ Se utiliza el índice de Laspeyres con base fija, en el cual la canasta de bienes y servicios se mantiene constante durante el periodo de vigencia del índice. Para más detalle ver la publicación del INEC: Principales características del Índice de Precios al Consumidor (base Julio 2006) en <http://www.inec.go.cr/Índice de precios al consumidor base Julio 2006=100>.

usados para la satisfacción de necesidades, difiere en función de factores como el tamaño y composición del hogar, las necesidades y gustos de las personas, las costumbres, la ubicación geográfica y principalmente, su nivel de ingreso.

Dado que no todos los consumidores tienen los mismos hábitos de consumo, la inflación que enfrentan las distintas familias puede discrepar de la inflación calculada a partir del IPC. La magnitud de dicha diferencia dependerá de qué tan distinta sea la estructura del gasto particular de cada familia con respecto al de la familia “promedio” de la población de referencia.

Por ejemplo, de acuerdo con los resultados de la Encuesta Nacional de Ingresos y Gastos del 2004 (ENIG 2004), información que se utilizó para la elaboración del índice de precios al consumidor base julio 2006, las estructuras de consumo de los hogares difieren según grupo de gasto, zona geográfica y nivel de ingreso.

Cuadro 20. Estructura del gasto de consumo según zona geográfica

Grupo de gasto	Total país	Zona	
		Urbana	Rural
Gasto de consumo	100,0	100,0	100,0
Alimentos, tabaco y bebidas	21,9	20,0	27,4
Vestido y calzado	6,9	6,6	7,6
Alquiler de vivienda y servicios	10,6	10,9	9,8
Muebles y accesorios para el hogar	8,9	8,7	9,6
Salud	4,7	5,1	3,6
Transporte	14,8	15,1	14,1
Comunicaciones	4,7	5,0	3,6
Recreación y cultura	7,9	8,2	6,9
Educación	3,5	4,2	1,6
Comidas y bebidas fuera del hogar	8,7	8,6	9,0
Otros bienes diversos	7,4	7,6	6,8

Porcentaje de gasto en alimentación ^{1/} 30,6 28,6 36,4

^{1/} Incluye alimentos, tabaco y bebidas así como comidas y bebidas fuera del hogar.

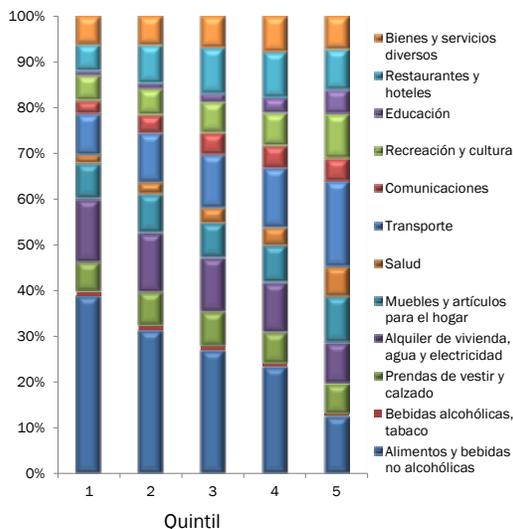
Fuente: Encuesta Nacional de Ingresos y Gastos del 2004, Instituto Nacional de Estadística y Censos.

El cuadro anterior muestra que, a nivel de grupos de bienes y servicios para el total del país, el mayor porcentaje de gasto de consumo se destina a la adquisición de alimentos y bebidas, seguido por los rubros

de transporte y vivienda alquilada. Al igual se presentan diferencias de magnitud al considerar el gasto de consumo según zona geográfica (urbana y rural), aunque la importancia relativa de cada grupo de gasto tiende a ser la misma.

De igual manera, los patrones de gasto de consumo están influidos por el nivel de ingreso. En este sentido, la ENIG 2004 evidencia una diferenciación importante según el quintil de ingreso per cápita del hogar⁹⁴. Así por ejemplo, los gastos en alimentos, en alquiler de vivienda y servicios públicos pierden importancia relativa conforme se incrementa el quintil de ingreso, mientras que lo contrario ocurre con rubros como transporte, salud, educación, entre otros. Asimismo, existen otros gastos, como en vestido y calzado, que mantienen su importancia relativa en los diferentes quintiles de ingreso.

Gráfico 19. Estructura del gasto de consumo per cápita según quintil de ingreso



Fuente: Encuesta Nacional de Ingresos y Gastos del 2004, Instituto Nacional de Estadística y Censos.

Del análisis anterior se concluye que la inflación que enfrenta la población dependerá en gran medida de la zona

⁹⁴ Cada quintil agrupa un 20 por ciento de los hogares ordenados según su ingreso per cápita.

geográfica (urbana o rural) así como de su nivel de ingreso y, por lo tanto, la inflación informada por las autoridades económicas, basada en un indicador representativo del consumo integral de los hogares y no de un hogar en forma específica, podría no reflejar la situación que enfrentan determinados grupos poblacionales en particular. Por ejemplo, en el 2008 el grupo de alimentos fue el que más creció en el IPC, de manera que la población para la cual los alimentos representaron una parte comparativamente mayor de su canasta de consumo, enfrentó una mayor inflación.

Al igual que no se calcula un índice de costo de vida por las razones expuestas en la sección 3.1, tampoco es posible calcular, especialmente, por el alto costo económico, un índice de precios al consumidor que refleje la variación promedio de los precios de una canasta de bienes y servicios representativa del consumo de sectores urbanos, rurales o de diferentes niveles de ingreso.

Dado lo anterior y en vista de que la estructura promedio de gasto de los hogares varía en el tiempo, es recomendable actualizar periódicamente el indicador oficial utilizado para aproximar ese gasto⁹⁵. Las modificaciones en la estructura de consumo de los hogares, derivados de cambios económicos y socio-demográficos, se incorporan cuando se actualiza el periodo base de comparación.

Un sistema de ponderadores actualizado captura las modificaciones en los hábitos de compra de los hogares originadas por la aparición de nuevos productos y servicios en el mercado; asimismo, permite detectar variantes en el patrón de consumo debido a mejoras en los atributos físicos, de calidad y de comercialización de los bienes y servicios. Lo anterior contribuye a mejorar

⁹⁵ Los organismos internacionales recomiendan actualizar el IPC aproximadamente cada cinco años.

la calidad y representatividad del indicador usado para estimar la inflación y evaluar los resultados de la política monetaria y fiscal, entre otros.

Con el objetivo de conocer si efectivamente el nivel de ingreso de los hogares y la región geográfica influyen en que estos perciban una inflación distinta a la informada oficialmente, en las siguientes secciones se analizará la evolución de los precios en el período agosto 2007- octubre 2010 para las canastas de consumo de los hogares, clasificados según ingreso y área geográfica de residencia y se compararán con respecto a las variaciones de precios de la canasta de consumo del IPC.

3.5 Inflación según estructuras de consumo por estrato de ingreso de los hogares

Para determinar la inflación que enfrentan los hogares en función de su nivel de ingreso, se utiliza la variación promedio de precios según la estructura de consumo por estrato de ingreso que publica mensualmente el INEC.

3.5.1 Definición de los estratos de ingreso y ponderaciones

El INEC reagrupó en tres conjuntos los hogares comprendidos en el área de cobertura del IPC según su nivel de ingreso y elaboró una canasta de consumo representativa para cada nivel de ingreso con su respectiva ponderación, siguiendo la metodología aplicada para definir el IPC.

Los hogares se ordenaron de acuerdo a su ingreso per cápita⁹⁶ de mayor a menor en diez grupos de igual tamaño (deciles) y de acuerdo con este agrupamiento, se clasificaron según su nivel de ingreso en bajo, medio y alto.

⁹⁶ El ingreso per cápita del hogar corresponde al ingreso total del hogar de la ENIG 2004, dividido entre el número de miembros que lo componen.

En los deciles 1, 2 y 3 (ingreso bajo) quedó representado un 13% del gasto total y un 30% de los hogares del área de cobertura geográfica del IPC; los deciles 4, 5, 6, 7 y 8 (ingreso medio) concentraron un 43% y 50% del gasto total y de los hogares respectivamente y, por último, los deciles 9 y 10 (ingreso alto) representaron un 44% del gasto total y un 20% de los hogares.

La canasta de consumo por nivel de ingreso quedó conformada por la siguiente cantidad de artículos⁹⁷:

Cuadro 21. Cantidad de artículos en la canasta de consumo del IPC según estrato de ingreso

Variable	IPC	Ingresos bajos	Ingresos medios	Ingresos altos
Artículos de la canasta	292	266	288	277
Artículos que están en la canasta del IPC		261	282	258
Artículos que están en la canasta del IPC y no están en la canasta de este grupo		31	10	34
Artículos que se incluyen en este grupo y que no están en la canasta del IPC		5	6	19

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censos.

Por su parte, las ponderaciones de gasto por grupo del IPC y de las tres canastas identificadas según ingreso son las siguientes:

⁹⁷ La canasta de bienes y servicios por nivel de ingreso, así como la ponderación respectiva se detalla en el documento "Variaciones promedio de precios según las estructuras de consumo por estrato de ingreso de los hogares", Instituto Nacional de Estadística y Censos, junio 2009.

Cuadro 22. Ponderaciones de gasto por grupo de la canasta de consumo del IPC y según estrato de ingreso (base julio 2006)

Grupo de bienes y servicios	IPC	Ingresos bajos	Ingresos medios	Ingresos altos
Total	100,0	100,0	100,0	100,0
Alimentos y bebidas no alcohólicas	18,6	33,5	22,2	10,9
Bebidas alcohólicas y cigarrillos	0,7	1,0	0,7	0,6
Comidas y bebidas fuera del hogar	8,6	7,4	9,9	7,8
Prendas de vestir y calzado	5,9	6,0	6,1	5,7
Alquiler y servicios de la vivienda	10,6	15,0	11,3	8,9
Artículos para la vivienda y servicio doméstico	8,7	6,9	7,5	10,3
Salud	4,8	2,2	4,2	6,3
Transporte	18,2	10,3	15,4	23,2
Comunicaciones	4,5	4,0	4,8	4,2
Recreación y cultura	7,3	3,8	5,7	9,2
Educación	5,9	3,7	5,2	7,2
Bienes y servicios diversos	6,4	6,2	7,0	5,7

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censos.

La mayor diferencia de ponderación con respecto a la canasta del IPC se registró en los ingresos altos y bajos, en especial en los rubros de gasto en alimentos, transporte, alquiler y servicios de la vivienda y educación.

Para cuantificar la variación promedio de los precios de cada canasta de consumo por nivel de ingreso, el INEC aplica la siguiente metodología: i) para los artículos de las canastas comunes a los del IPC utiliza el relativo de precio por artículo obtenido del IPC, ii) a los artículos que no están en el IPC les aplica la variación porcentual de la subclase del IPC a la que pertenece dicho artículo y iii) para agregar los artículos y obtener la variación general por nivel de ingreso usa las ponderaciones definidas en cada nivel de ingreso (cuadro 20).

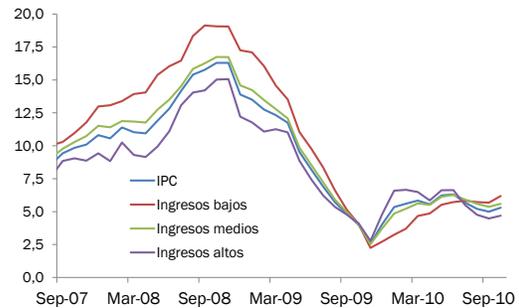
3.5.2 Inflación según estrato de ingreso

Para el periodo de análisis agosto 2007-octubre 2010, la variación interanual de los precios de la canasta de consumo de los hogares clasificados como de ingreso medio fue muy similar a la medida con el IPC. Para las familias de ingresos bajos y altos la situación fue diferente, con excepción de los periodos agosto-noviembre 2009 y abril octubre del 2010

cuando la inflación de esos estratos tendió a converger hacia el dato del IPC.

En el lapso agosto 2007-octubre 2009 el estrato de ingreso bajo cuantificó, considerando el promedio de la tasa interanual, un nivel de inflación superior en 1,3 puntos porcentuales (p.p.) en relación con el nivel reportado por el IPC (9,3%), en tanto para los de ingreso alto fue más bien una reducción de 0,7 p.p.; así el grupo de familias de ingreso bajo registró 2 p.p. más de inflación que las de ingreso alto. Este comportamiento se revirtió entre noviembre del 2009 y julio del 2010, tal como se observa en el gráfico 20.

Gráfico 20. IPC y canasta de consumo por estrato de ingreso
-variación porcentual interanual-



Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censos y Banco Central de Costa Rica.

Dado que las variaciones porcentuales de los precios de los bienes y servicios son las mismas en la canasta representativa del consumo según nivel de ingreso y la del IPC, la diferencia en la evolución de los precios utilizando esos indicadores se explica por la ponderación a nivel de grupos y artículos de cada canasta en particular.

Por ejemplo, durante el 2008, el grupo de alimentos y bebidas no alcohólicas mostró una variación interanual de 22,8%, la más alta a nivel de grupos del IPC para ese año, y dado que la ponderación de estos en la

canasta del estrato de ingresos bajos (33,5%) es la mayor en relación con las otras canastas según ingreso, ello explicó la mayor inflación experimentada por las familias de menor ingreso. Ahora bien, al finalizar el 2009 ese grupo del IPC mostró una deflación de 1,5%, razón por la cual los hogares de ingreso bajo se vieron mayormente favorecidos.

Con el análisis precedente se confirma que la inflación no es percibida en la misma magnitud por las familias en función de su nivel de ingreso⁹⁸ y puede diferir de la informada por las autoridades económicas considerando la variación del IPC.

Adicionalmente, la evidencia muestra que a pesar de la diferencia en el nivel de inflación que enfrentan las familias, en este caso según el nivel de ingreso, la reducción de la inflación que se observó en el 2009 y en lo que va del 2010 fue generalizada para todos los estratos de ingreso. En este último lapso, pese a la aceleración con respecto a diciembre del 2009, se pueden rescatar dos elementos: las familias de ingresos bajos han enfrentado en promedio una menor inflación y a partir de mayo la inflación medida por el IPC y nivel de ingreso tendieron a converger a tasas interanuales en torno al 5,7%.

Cuando se analiza la inflación acumulada por año (en el caso del 2010 con datos hasta octubre), se pueden señalar lo siguiente:

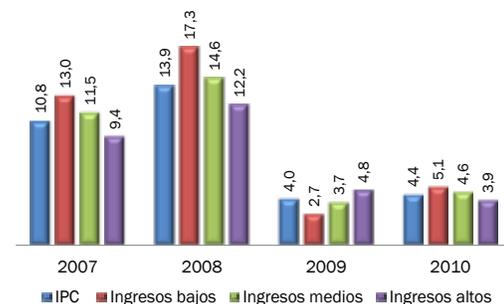
- i) La inflación del 2007 y 2008 fue mayor para el grupo de hogares clasificados como de ingreso bajo y afectó en menor medida a los de ingreso alto.
- ii) En el 2009, contrario a los dos años previos, la reducción de la

inflación se reflejó en todos los niveles de ingreso, aunque en mayor medida en los niveles de ingreso bajo con una reducción de 14,5 p.p. con respecto al 2008.

- iii) A octubre del 2010, la inflación general (IPC) y según nivel de ingreso continuó mostrando una reducción importante en relación con la inflación de dos dígitos del 2007 y 2008. Además, contrario a los tres años previos, la inflación por nivel de ingreso mostró una evolución más homogénea.

Gráfico 21. IPC y canasta de consumo por estrato de ingreso

-variación porcentual acumulada-



Nota: para el 2010 la variación acumulada es a octubre.

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censos y Banco Central de Costa Rica.

En términos de la variación acumulada para el lapso enero 2007- octubre 2010, la mayor discrepancia con respecto a la acumulada del IPC (37%) la presentaron los hogares con ingresos altos (33,8%) y bajos (43%), en tanto la de ingresos medios (38,7%) es la más cercana, dado que la estructura de consumo y las ponderaciones respectivas son similares a las del IPC.

Los resultados en términos interanuales y acumulados, aunque permiten corroborar la hipótesis de que la inflación, medida por la variación del IPC, no afecta a todos los

⁹⁸ Un resultado similar se obtiene en la sección 3.7 cuando se analiza la inflación de acuerdo con la Canasta Básica Alimentaria (CBA) según estructura de consumo por zona geográfica.

grupos familiares por igual y que el proceso de desinflación del 2009 y 2010 ha permeado según nivel de ingreso, tienen limitaciones debido al procedimiento aplicado para su elaboración.

Una limitación es que los hogares, agrupados según estrato de ingreso, son los mismos comprendidos en el área de cobertura del IPC, de modo que los resultados por nivel de ingreso son inferidos sólo para esa área, los cuales pueden diferir de las estructuras de consumo de los niveles socioeconómicos a nivel nacional.

Por otra parte, no se hace diferenciación en la especificación de cada artículo según canasta de consumo para darle seguimiento a los precios. Por ejemplo, la calidad de arroz que se consume según nivel de ingreso puede ser diferente, pero no se hace tal diferencia en el precio dado que se toman los que se han definido para los artículos de la canasta de consumo del IPC.

3.6 Inflación según estructuras de consumo por quintil de ingreso

En esta sección, al igual que en la previa, se analizará cómo influye el nivel de ingreso en el patrón de gasto de consumo de los hogares y por ende en la inflación que enfrentan, pero a partir del agrupamiento de los hogares incluidos en la ENIG 2004, según el quintil de ingreso per cápita.

3.6.1 Definición de los quintiles de ingreso y ponderaciones

A partir de los resultados de la ENIG 2004, el Instituto Nacional de Estadística y Censos agrupó los hogares costarricenses en quintiles (cinco grupos) considerando el ingreso per cápita del hogar, siendo el

quintil 1 el de menor ingreso y el 5 el de ingresos más altos⁹⁹.

De acuerdo con esta agrupación, el quintil 5 concentró el 52,2% del ingreso corriente de la población, mientras el quintil 1 únicamente el 4,6%. En términos de ingreso per cápita, una persona del quintil 5 recibió en promedio 17 veces más ingreso que una del quintil 1.

Otro aspecto a destacar, es que los grupos de hogares con menor ingreso (quintil 1 y 2) concentraron el 45,5% de la población total contabilizada en la encuesta. Asimismo, enfrentaron tasas de desempleo más altas, lo que explica de alguna manera su nivel de ingreso.

Cuadro 23. Características de los quintiles de ingreso

	Hogares	Población	Ingreso promedio del hogar	Ingreso per cápita	Tasa de desempleo
Quintil 1	230.732	1.011.839	80.109	18.267	12,4
Quintil 2	230.421	931.595	158.021	39.085	7,8
Quintil 3	230.930	872.855	241.024	63.767	6,6
Quintil 4	230.148	783.517	362.195	106.390	4,6
Quintil 5	230.357	667.456	920.132	317.562	2,3

Fuente: Elaboración propia con base en datos de la ENIG 2004. Instituto Nacional de Estadística y Censos.

El gasto de consumo que incluye todos los bienes y servicios que las familias adquieren con el fin de satisfacer necesidades de acuerdo con la ENIG 2004, se clasificó en doce grupos que coinciden con los utilizados en la elaboración del Índice de Precios al Consumidor, tal como se indicó en la sección 3.3 de este capítulo.

No obstante, a diferencia de la canasta empleada en el cálculo del IPC, para este análisis se calcularon las ponderaciones

⁹⁹ El INEC hace diferentes agrupaciones dependiendo de las definiciones de ingreso que se utilizan. Para este análisis en particular, se utilizó solamente la agrupación con base en el ingreso corriente que excluye el monto que se imputa por habitar en casa propia (valor locativo).

utilizando el gasto total de consumo por grupo, considerando los 2.278 bienes y servicios que informaron los hogares en la ENIG 2004.

Ahora bien, la distribución del gasto por grupo de consumo difiere en función de factores como el tamaño de la familia, ubicación geográfica y nivel de ingreso, entre otros. Por esta razón, es de esperar que cada familia consuma una canasta de artículos diferentes, lo cual hace que algunos de los quintiles sean más vulnerables a factores externos o bien que unos de estos quintiles perciban mayor inflexibilidad a la baja e incluso mayor volatilidad en los precios de ciertos productos o servicios que adquieren.

Cuadro 24. Ponderación del gasto de consumo por grupo de gasto y quintil de ingreso

Grupo de Gasto	Quintil de ingreso				
	1	2	3	4	5
Alimentos y bebidas no alcohólicas	38,7	31,3	26,9	23,4	12,6
Bebidas alcohólicas, tabaco	0,9	1,0	1,0	0,7	0,6
Prendas de vestir y calzado	6,5	7,4	7,6	6,8	6,6
Alquiler vivienda, agua y electricidad	13,8	12,9	11,8	10,9	8,9
Muebles y artículos para el hogar	7,7	8,5	7,5	8,1	10,1
Salud	1,9	2,6	3,4	4,0	6,5
Transporte	9,0	10,8	11,7	13,0	18,7
Comunicaciones	2,9	4,0	4,8	4,9	5,0
Recreación y cultura	5,5	5,7	6,7	7,1	9,6
Educación	1,0	1,3	1,8	3,3	5,3
Restaurantes y hoteles	5,8	8,4	10,1	10,0	8,9
Bienes y servicios diversos	6,2	6,3	6,9	7,8	7,2

Fuente: Elaboración propia con base en datos de la ENIG 2004. Instituto Nacional de Estadística y Censos.

En el cuadro 24 se observa que el grupo de alimentos y bebidas no alcohólicas tiene mayor ponderación en la estructura de gasto de las familias con ingresos más bajos (quintil 1) en comparación con los demás quintiles e incluso por encima de la ponderación que tiene este grupo en el IPC.

Por su parte, en el quintil 5 la mayor ponderación del gasto de consumo fue en transporte; también tuvieron una alta

participación los servicios médicos, de educación formal y servicio telefónico (4,1%, 4,6% y 4,6% respectivamente), en comparación con otros quintiles

3.6.2 Inflación según quintiles de ingreso

A partir de la ponderación del gasto por grupo de consumo (cuadro 22), se aproximó un nivel de inflación diferenciado por quintil de ingreso de los hogares, con el fin de identificar cómo influye la distribución del gasto en las variaciones de precios para cada quintil.

Para realizar este ejercicio, las ponderaciones por grupo de consumo y quintil del ingreso resultante de la ENIG 2004 se asumen como la ponderación de los grupos que componen la canasta de consumo de cada quintil de ingreso con base julio 2006. A estas ponderaciones se les aplicó los relativos de precios, según corresponda, obtenidos para la canasta del IPC durante el periodo agosto 2006-noviembre 2010 y luego, por medio de la ponderación, se obtuvo el nivel del índice para cada quintil de ingreso¹⁰⁰.

Al calcular las variaciones interanuales de los índices por quintil entre julio del 2007 y noviembre del 2010 se distinguen tres periodos. El primero comprende julio 2007-setiembre 2009; el segundo, de octubre 2009 a agosto 2010 y el último, de setiembre a noviembre del 2010,

En el primer período, los quintiles de ingresos bajos e intermedios (quintiles 1 al 4) percibieron incrementos en los precios superiores a los del IPC. Así por ejemplo, mientras la variación interanual promedio del IPC durante este periodo fue de 11,2%, los quintiles 1 y 2 experimentaron una

¹⁰⁰ Nótese que al aplicar los relativos de cada grupo del IPC a una canasta mayor de bienes y servicios, se asume que los precios de éstos se comportan de la misma manera que el grupo al que pertenecen.

variación de 13,1% y 12,4% respectivamente.

El comportamiento anterior obedeció a que durante ese primer período, los grupos de alimentos y bebidas no alcohólicas y el de alquiler y servicios de vivienda, los cuales representan la mayor proporción de gasto en esos quintiles, experimentaron una inflación interanual promedio muy superior a la del IPC (18,2% y 14,3% respectivamente).

La concentración del gasto en alimentos en el quintil 1, expone mayormente a las familias de ese quintil a las variaciones en el precio internacional de los granos básicos (en especial del trigo)¹⁰¹ y a la volatilidad en el precio de los productos agrícolas asociada a las condiciones climáticas en el país, ambos factores no controlables por parte del Banco Central.

Debe destacarse además, que estos hogares enfrentan condiciones poco competitivas en los mercados de productos lácteos (5,2% de participación del quintil según ENIG 2004) y destinan una importante porción de su ingreso en gastos relacionados con alquiler, servicio de electricidad y transporte, los cuales se ha comprobado que son altamente inflexibles a la baja y tienen un componente inercial importante atribuido a factores normativos y metodológicos en la fijación de los precios¹⁰².

Por otra parte, los hogares del quintil 5 percibieron una menor inflación promedio para ese mismo periodo (10,5%), atribuido a que el grupo de transporte, principal rubro de gasto de estas familias, experimentó un aumento en los precios de 7,7%, muy por debajo de la inflación promedio medida por el IPC (11,2%).

¹⁰¹ Particularmente el subgrupo de pan y cereales ponderó 10,5% del gasto del quintil 1 según la ENIG 2004.

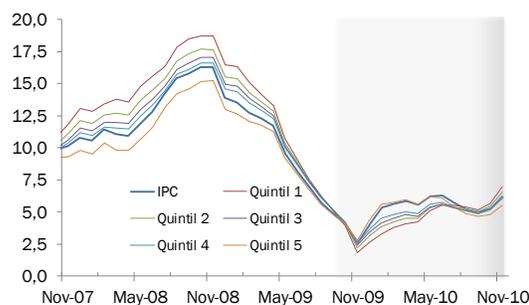
¹⁰² Véase Anexo 1 "Metodologías de ajuste de los precios de algunos bienes y servicios" en el Informe de Inflación del Banco Central de Costa Rica de noviembre del 2009.

Asimismo, este quintil presentó una alta participación de los servicios médicos (4,1%) y de educación formal (4,6%), en comparación con otros quintiles, lo cual hace que enfrenten en alguna medida un componente inercial en los precios.

En relación con la educación, si bien es cierto que el análisis de correlación realizado en el Informe de Inflación de noviembre del 2009 no permitió concluir con certeza la relación existente entre este grupo de gasto y la inflación pasada, sus variaciones de precios desde enero del 2009 a la fecha, han estado por encima de la inflación general medida por el IPC.

Finalmente, estos hogares asignan una importante proporción de gasto a combustibles (5,8%), lo que los hace vulnerables a las oscilaciones en el precio internacional de los hidrocarburos.

Gráfico 22. IPC y canastas de consumo por quintil de ingreso
 -variación porcentual interanual-



Fuente: Elaboración propia con base en datos de la ENIG 2004. Instituto Nacional de Estadística y Censos.

La situación descrita anteriormente se revirtió temporalmente durante el segundo periodo (octubre 2009-agosto 2010). Así la variación interanual promedio del IPC fue de 5,1%, mientras que en los quintiles 1 y 2 fue de 4,1% y 4,4% respectivamente.

La respuesta a esta importante caída en el ritmo inflacionario para los quintiles de

menor ingreso radica en el comportamiento que mostraron los precios del grupo de alimentos y bebidas no alcohólicas, cuya variación interanual promedio para ese período fue solamente un 2,2%, en parte favorecido por la caída en el precio internacional de las materias primas debido a la desaceleración de la economía mundial.

Este análisis muestra que la percepción de inflación por quintil de ingreso varía en relación con la estructura del gasto de consumo. Por ejemplo, dado que los quintiles de menores ingresos tienen muy concentrado su gasto en alimentos, las variaciones de precios de estos impactan en mayor magnitud a los hogares de ingreso bajo, en relación con los de ingresos altos.

Lo anterior explica por qué durante el tercer período (setiembre a noviembre del 2010), los quintiles de menores ingresos (1 y 2) nuevamente percibieron una mayor inflación. En ese lapso, los precios del grupo de alimentos y bebidas no alcohólicas aumentaron en promedio 7,0%, en parte porque las condiciones climáticas adversas afectaron la oferta de productos agrícolas. Por su parte, el índice general aumentó en promedio 5,5% durante este período.

Cuadro 25. Aporte en puntos porcentuales de los grupos de gasto a la inflación interanual de noviembre del 2010

Grupo de Gasto	Quintil de Ingreso				
	1	2	3	4	5
Inflación Interanual	6,95	6,56	6,27	6,13	5,51
Alimentos y bebidas no alcohólicas	3,05	2,37	1,97	1,68	0,84
Bebidas alcohólicas, tabaco	0,07	0,07	0,06	0,05	0,04
Prendas de vestir y calzado	0,31	0,34	0,34	0,30	0,27
Alquiler vivienda, agua y electricidad	1,02	0,92	0,81	0,74	0,56
Muebles y artículos para el hogar	0,50	0,53	0,46	0,48	0,56
Salud	0,14	0,17	0,22	0,25	0,38
Transporte	0,54	0,62	0,65	0,71	0,95
Comunicaciones	0,13	0,17	0,20	0,21	0,19
Recreación y cultura	0,30	0,30	0,34	0,36	0,45
Educación	0,07	0,09	0,12	0,22	0,32
Restaurantes y hoteles	0,43	0,59	0,69	0,67	0,55
Bienes y servicios diversos	0,39	0,38	0,40	0,45	0,39

Fuente: Elaboración propia con base en datos de la ENIG 2004. Instituto Nacional de Estadística y Censos.

La influencia de la estructura del gasto para explicar la inflación según quintil de ingreso, queda de manifiesto al cuantificar el aporte porcentual de los grupos de gasto al resultado interanual de cada quintil en noviembre del 2010. En efecto, el grupo de alimentos aportó el 43,9% (3,0 p.p.) a la inflación que experimentaron los hogares del quintil 1 (6,9%), debido a la alta concentración del gasto en alimentos en este quintil. Mientras en el quintil 5, el grupo de gasto en transporte tuvo el mayor aporte 17,3% (0,9 p.p.) en razón de su mayor peso relativo en ese quintil.

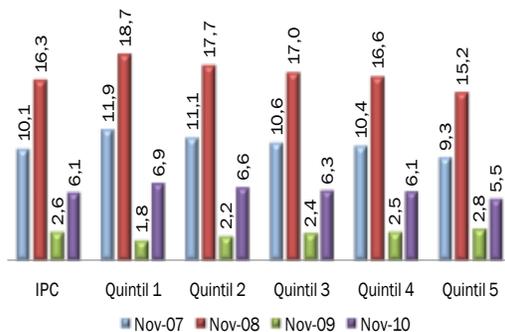
En el actual contexto de reducción en el ritmo inflacionario (medido por la variación del IPC), si bien todos los hogares según quintil de ingreso se han beneficiado, los de menores ingresos han percibido una mayor reducción de la inflación. Incluso durante la mayor parte del 2010 el quintil 1 registró una menor inflación con respecto al IPC y a los otros quintiles.

En general, la reducción del ritmo inflacionario ha permitido la convergencia en las inflaciones entre quintiles y entre éstas y la inflación aproximada con el IPC.

El comportamiento de la inflación interanual a noviembre del 2010 confirma dicha convergencia al observarse un menor grado de dispersión entre las inflaciones de cada quintil. Así por ejemplo, la desviación estándar de dichas inflaciones bajó de 1,3 en noviembre del 2008 (año de alta inflación) a 0,5 en noviembre del 2010. Por su parte, la diferencia absoluta entre la inflación acumulada del quintil 1 y el quintil 5 pasó de 3,4 (p.p.) en noviembre del 2008 a 1,4 p.p. en noviembre del 2010.

Gráfico 23. IPC y canastas de consumo por quintil de ingreso

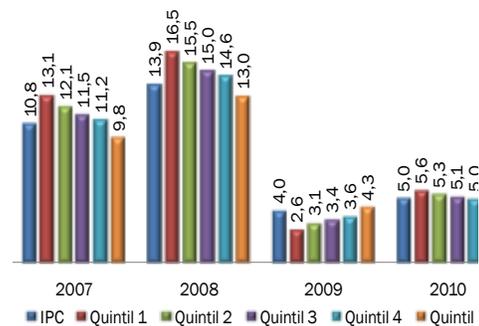
-variación porcentual interanual a noviembre-



Fuente: Elaboración propia con base en datos de la ENIG del 2004. Instituto Nacional de Estadística y Censos.

Al analizar la inflación acumulada a noviembre de cada año, durante el 2007 y 2008 los hogares clasificados dentro de los quintiles de menor ingreso per cápita percibieron una inflación mayor, pero dicho comportamiento se revirtió en el 2009 cuando la inflación fue mayor en los quintiles de mayor ingreso. En ese mismo año también se observó que la reducción de la inflación medida con el IPC, fue generalizada para todos los quintiles de ingreso.

Gráfico 24. IPC y canastas de consumo por quintil de ingreso
 -variación porcentual acumulada-



Nota: para el 2010 la variación acumulada es a octubre.

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censos y Banco Central de Costa Rica.

Por último, con información disponible a noviembre del 2010, la reducción de la inflación tendió a consolidarse con respecto a las inflaciones de dos dígitos del bienio 2007-08 y las inflaciones por quintil de ingreso convergieron a la cuantificada por el IPC.

Al igual que en el análisis por estrato de ingreso, se debe considerar que los resultados tienen sus limitaciones, debido al procedimiento de elaboración de los indicadores. En efecto, los relativos de precios utilizados en las canastas de consumo por quintil de ingreso corresponden a los recolectados para el IPC, los cuales no consideran la diferenciación de ingresos entre los hogares. Adicionalmente, no hay diferenciación en la especificación de los artículos de las canastas de consumo según quintil de ingreso cuando se realiza la recolección de precios.

3.7 Inflación de acuerdo con la Canasta Básica Alimentaria según estructura de consumo por zona geográfica

La Canasta Básica Alimentaria (CBA) es un conjunto de alimentos, seleccionados de acuerdo a su aporte calórico y frecuencia

de consumo, suficientes para satisfacer las necesidades de calorías de un hogar promedio¹⁰³.

La CBA se elaboró en 1995 con base en el patrón de consumo obtenido de la Encuesta Nacional de Ingresos y Gastos de los Hogares de 1987-88 y se calculó según zona urbana y rural considerando las diferencias en los hábitos de consumo, así como en la composición de la población por edad y tipo de actividad¹⁰⁴.

Cuadro 26. Alimentos de la Canasta Básica Alimentaria a escala nacional según grupos

Grupo	Grupo
Lácteos	Raíces y Tubérculos
Leche en polvo	Papa
Leche fresca	Yuca ^{1/}
Leche homogeneizada	
Queso blanco	Cereales
	Pan baguette ^{1/}
Carnes, Embutidos y Pescado	Pan corriente
Carne molida corriente ^{1/}	Galleta
Carne molida especial	Harina de trigo ^{2/}
Posta de res primera	Espagueti
Posta de res segunda	Harina de maíz
Posta y Hueso	Tortilla de maíz ^{1/}
Pollo entero	Arroz
Mortadela	
Salchichón	Azúcar
Atún en conserva	Azúcar
	Tapa de dulce
Frijoles	Huevos
Frijoles negros	
Frijoles rojos	Grasas
	Manteca vegetal
Verduras y Frutas	Mantequilla ^{1/}
Cebolla	Margarina
Chayote	Natilla ^{1/}
Repollo	
Tomate	Otros Productos
Zanahoria ^{1/}	Café molido
Plátano maduro	Gaseosas
Banano	Condimentos
Papaya ^{1/}	Sal
Naranja	

^{1/} Se excluyen de la canasta rural.

^{2/} Se excluye de la canasta urbana.

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censos.

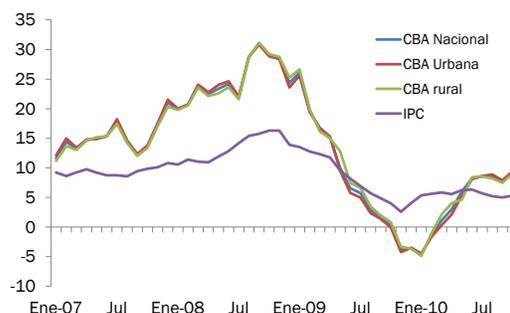
¹⁰³ La metodología se puede revisar en: Costa Rica Canasta Básica Alimentaria, Ministerio de Economía, Dirección General de Estadística (1995).

¹⁰⁴ Actualmente el INEC elabora una CBA con base en la Encuesta Nacional de Ingresos y Gastos del 2004, cuya publicación consideran será realizada en enero del 2011.

La canasta quedó conformada por 44 alimentos para la zona urbana, 37 para la zona rural y 45 a escala nacional. Para determinar los costos mensuales según canasta, se utilizan los precios promedio de los alimentos recolectados para el Índice de Precios al Consumidor¹⁰⁵.

Ahora bien, como era de esperar, la diferencia en relación con el IPC es marcada, lo que confirma la hipótesis de que la inflación (variación de costo de vida) que informan las autoridades económicas se percibe de forma muy diferente, si en la canasta de consumo de algunos hogares los alimentos constituyen el grupo de consumo de mayor ponderación.

Gráfico 25. IPC y costo per cápita de la Canasta Básica de Alimentos, según zona
-variación porcentual interanual-



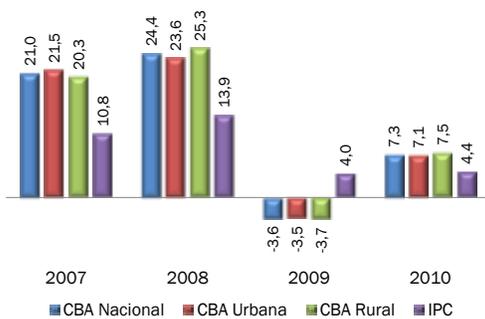
Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censos.

Como se indicó en la sección previa, el incremento en el precio de los alimentos durante el 2007 y 2008 llevó a que la CBA acumulara una variación que superó en más de 10 p.p. a la del IPC en esos años, situación que se revirtió en el 2009,

¹⁰⁵ Dado que la metodología de cálculo del Índice de Precios al Consumidor varió desde julio del 2006, se realizó una homologación de los artículos de la CBA con los artículos de Canasta de Consumo IPC, 2006. Por ejemplo: la tapa de dulce se homologó con azúcar. Para mayor detalle consultar el boletín de la CBA de agosto 2006 en el sitio Web: www.inec.go.cr.

cuando la variación en el costo de la CBA fue menor en alrededor de 8 p.p. al resultado de dicho indicador. En el 2010 (hasta octubre), si bien la CBA acumuló un incremento en el costo con respecto al año previo, presentó una reducción importante en relación con el 2007 y 2008, tal como se aprecia en el gráfico 26.

Gráfico 26. IPC y costo per cápita de la Canasta Básica de Alimentos, según zona
 -variación porcentual acumulada-



Nota: para el 2010 la variación acumulada es a octubre.

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censos.

3.8 Conclusiones

De lo desarrollado en este capítulo, se pueden obtener algunas conclusiones de interés para el análisis:

- 1) Aunque teóricamente existen diferencias entre los conceptos de costo de vida e inflación, en la práctica ambos se aproximan por el mismo indicador de precios, razón por la cual se suelen usar como sinónimos. En el caso de Costa Rica el indicador empleado para tal efecto es el Índice de Precios al Consumidor (IPC).
- 2) Existen elementos que confirman la hipótesis de que la inflación (variación del costo de vida) que enfrenta determinado grupo de hogares difiere del resultado del IPC. La magnitud de

dicha diferencia depende de qué tan distinta sea la estructura del gasto de cada familia, según se clasifiquen en grupos por nivel de ingreso o por zona geográfica, con respecto al de la familia “promedio” de la población de referencia que se utiliza para calcular el índice de precios al consumidor.

- 3) En tercer lugar, del análisis de la evolución de los precios por niveles de ingreso o región geográfica se puede inferir que, aunque en niveles diferentes, los diversos grupos de familias experimentaron durante el 2009 y en lo que va octubre del 2010 una reducción significativa de la variación del costo de vida o inflación en relación con lo observado en el bienio 2007-08, de manera consistente con lo señalado por la evolución del IPC.

Capítulo 4. Proyecciones y balance de riesgos

En este capítulo se presenta la proyección de la tasa de inflación anual para los años 2010 y 2011 y los principales factores de riesgo que podrían condicionar su cumplimiento.

Las proyecciones de inflación se obtienen con base en el Modelo Macroeconómico de Proyección Trimestral (MMPT)¹⁰⁶. Esta herramienta brinda proyecciones de las principales macro variables, cuyos resultados se emplean como referencia para la programación macroeconómica. La dinámica del modelo describe la trayectoria de los instrumentos de política de un banco central cuyo objetivo se orienta al logro de la estabilidad interna¹⁰⁷.

En esta oportunidad, al igual que en el informe de mayo pasado, se incorpora un gráfico de abanico con límites de confianza asimétricos en torno a la proyección central de inflación, para representar la valoración que hace el BCCR de los riesgos asociados a dicho pronóstico e ilustrar eventuales presiones asimétricas al alza o a la baja

sobre la inflación futura¹⁰⁸. Específicamente, describe los posibles valores que la inflación puede asumir en el futuro y la probabilidad con la que alcanzaría esos valores a lo largo del horizonte de pronóstico.

4.1 Proyecciones de inflación

Las proyecciones que se presentan seguidamente parten de la mejor información disponible a noviembre del 2010 y suponen que el Banco Central ajusta la postura de política monetaria en función del logro de su objetivo de inflación.

El escenario base del MMPT contempla para el bienio 2010-11 una recuperación de la actividad económica mundial con respecto a la situación observada en el 2009, en particular de los Estados Unidos de América (EUA), acompañada de un incremento en la tasa de interés y baja presión inflacionaria a nivel internacional.

El detalle de los supuestos para el mediano plazo de las variables exógenas se presenta seguidamente.

¹⁰⁶ Véase “El modelo macroeconómico de proyección trimestral del Banco Central de Costa Rica en la transición a la flexibilidad del tipo de cambio”, DIE-08-2008-DI. Adicionalmente, pueden consultarse los recuadros sobre el tema en los informes de inflación de enero y julio del 2003 y de enero del 2007. Dichas publicaciones están disponibles en <http://www.bccr.fi.cr>.

¹⁰⁷ El artículo 2 de la Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica establece como objetivo adicional a la estabilidad interna, el logro de la estabilidad externa de la moneda nacional y garantizar su conversión a otras monedas. La estabilidad externa puede interpretarse en el sentido de que el déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos sea financiado con capital de largo plazo, esto con el fin de prevenir crisis de balanza de pagos. Para tal fin, se requiere que haya ajustes de precios relativos, lo cual se facilita con la flexibilidad cambiaria, que es uno de los supuestos que asume el MMPT.

¹⁰⁸ Ver “Diseño de un gráfico de abanico de bandas asimétricas” (Recuadro 3), Informe de Inflación de mayo 2010.

Cuadro 27. Modelo Macroeconómico de Proyección Trimestral: principales supuestos de variables exógenas

Variable	2010	2011
Tasa de interés internacional nominal promedio a 30 días ¹	0,4%	0,9%
Tasa de inflación interanual de Estados Unidos de América ²	1,6%	1,4%
Tasa crecimiento de Estados Unidos de América (T _{4,4}) ³	2,9%	2,5%

¹Bloomberg, noviembre 2010.

²Consensus Forecasts (noviembre 2010).

³Consensus Forecasts y Fondo Monetario Internacional noviembre 2010.

Como principal resultado de la interacción de las variables exógenas y los ajustes en las variables de política, se tiene que la proyección central de la tasa de inflación al cuarto trimestre del 2010 se ubica en 5,9%¹⁰⁹ y en 4,7% para 2011. Esta proyección refleja una desaceleración de dicha variable con respecto a la tasa de inflación promedio de la última década (11%) y se ubica dentro del rango de tolerancia definido por el Banco Central en la revisión del Programa Macroeconómico 2010-11 para el término del 2010 (entre 4% y 6%) y 2011 (entre 3% y 5%).

No obstante lo anterior, el resultado del valor central de la proyección para el cuarto trimestre del 2010 y 2011 implicó un ajuste al alza de 0,8 y 0,3 puntos porcentuales respectivamente, con respecto a lo contemplado en el informe de mayo pasado.

¹⁰⁹ Esta tasa corresponde a la estimación central del crecimiento medio del IPC del cuarto trimestre del 2010 respecto al mismo período del año precedente, por lo cual existen diferencias cuando se compara con la tasa de variación interanual al mes de diciembre de cada año, que es como está establecida la meta de inflación en la revisión del Programa Macroeconómico 2010-11.

Cuadro 28. MMPT: proyección de inflación interanual en porcentaje

Trimestre	Valor central
2010-I ¹	5,6
2010-II ¹	6,0
2010-III ¹	5,3
2010-IV ²	5,9
2011-I	5,3
2011-II	4,9
2011-III	4,6
2011-IV	4,7

¹Dato observado.

²Ajustado con criterio de especialista.

Fuente: Banco Central de Costa Rica

La proyección del valor central de inflación que se obtiene del MMPT asume que el comportamiento previsto de esta variable se explica, básicamente, por las expectativas de inflación y las presiones de gasto en la economía¹¹⁰.

La dinámica del modelo supone que el proceso de formación de expectativas de inflación incorpora elementos prospectivos y que la meta anunciada es el elemento principal que los agentes económicos consideran al momento de formular su expectativa de inflación para los siguientes doce meses. La convergencia hacia la meta se logra en forma gradual y se espera sea facilitada por la evolución de la inflación en el 2009 y en los primeros once meses del 2010.

En lo que respecta a las presiones de gasto, la economía costarricense se ubicaría en la fase de recuperación del ciclo económico, aunque reflejando todavía una brecha del producto negativa en el bienio 2010-11, con lo cual no se prevé signos de recalentamiento que pongan en

¹¹⁰ Las presiones del gasto se reflejan en la brecha del producto, definida como la diferencia entre el producto (PIB) efectivo y el potencial. Este último concepto se refiere al nivel máximo de producto que la economía puede alcanzar con el pleno empleo de sus recursos productivos, entendiendo pleno empleo como el nivel de utilización de recursos que no genera presiones inflacionarias

peligro el logro del objetivo inflacionario en ese lapso por esa vía.

4.2 Balance de riesgos

Las proyecciones sobre la variación de la inflación responden al contexto económico que se considera más probable en un horizonte de cinco trimestres. No obstante, como toda proyección macroeconómica, su valor predictivo está condicionado a la no materialización de algunos riesgos.

En el entorno externo, los principales condicionantes continúan asociados con el ritmo de recuperación de la actividad económica y la evolución de los precios de petróleo y granos básicos, tal como se comenta a continuación.

- 1) Todavía existe mucha incertidumbre en relación con el ritmo de recuperación de la actividad económica mundial¹¹¹ y particularmente de la estadounidense. Debido a que esta última economía es el principal social comercial de Costa Rica, una recuperación económica de dicha nación más lenta o más rápida a la prevista en la proyección central de inflación se reflejaría en una brecha del producto de magnitud distinta de la estimada, con un riesgo menor o mayor de presiones inflacionarias.

Las revisiones recientes del crecimiento para la economía estadounidense para el 2010 y 2011 realizadas por el FMI y el *Consensus Forecasts* registran una tendencia a la baja con respecto a las proyecciones publicadas en el informe de mayo pasado. De

continuar expandiéndose la economía de Estados Unidos a un ritmo más moderado que el estimado en la proyección central, se reflejaría a nivel local en una demanda externa menos dinámica y por tanto en una menor presión inflacionaria por esa vía.

- 2) El riesgo relacionado con la evolución del precio de las materias primas en el mercado internacional se focaliza en el precio del petróleo y recientemente en el de maíz y trigo. La volatilidad en las cotizaciones de los insumos importados podría repercutir sobre la formación de aquellos precios de productos locales que los incorporan en su proceso productivo.

En el caso de los hidrocarburos, un precio promedio del barril del cóctel de estos productos superior a \$88 y \$95 para el 2010 y 2011, siempre que no sea atenuado por una apreciación de la moneda local, tendría implicaciones directas e indirectas sobre los precios de diversos bienes y servicios del IPC.

- 3) Por otra parte, la canasta de alimentos del IPC sufriría un impacto de consolidarse el alza en maíz y trigo en el mercado internacional (entre agosto y octubre el crecimiento interanual promedio de estos precios fue de 31% y 32%, respectivamente). Sin embargo, todavía no hay certeza sobre la permanencia de dicho comportamiento. Para algunos analistas el incremento en el precio del trigo, por ejemplo, es una sobre reacción del mercado a la reducción de la cosecha en Rusia (tercer productor mundial), lo cual consideran se atenuará conforme el mercado internalice que los inventarios de granos, de acuerdo

¹¹¹ La reciente "guerra de divisas" podría llevar a que algunos países traten de estimular sus exportaciones por medio de "depreciaciones competitivas", con lo cual el proceso de recuperación de la economía mundial se tornaría más lento.

con la Agencia de Alimentos de las Naciones Unidas están en niveles adecuados para abastecer la demanda y que el incremento de la producción de Estados Unidos atenderá la reducción de la cosecha rusa.

La materialización de los riesgos asociados con las materias primas llevaría a un incremento en los precios locales mayor al proyectado.

A nivel interno, los riesgos mencionados en el informe de mayo (evolución de las expectativas inflacionarias, resultado financiero del Gobierno Central y evolución del tipo de cambio nominal) han tendido a concretarse a la fecha y podrían continuar afectando al alza la proyección central de inflación para 2010 y 2011.

- 1) Aunque en forma paulatina las expectativas inflacionarias se han ido ajustando a la baja, en un horizonte de doce meses todavía se ubican por encima del rango meta de inflación, situación que se visualiza como un riesgo al alza de la proyección central de inflación.
- 2) En el 2009, hubo un deterioro del resultado financiero del Gobierno Central, debido a que la crisis económica mundial generó una reducción de los ingresos gubernamentales y por otra parte, el gobierno para amortiguar los efectos de esa crisis, ejecutó medidas “anti-cíclicas” para apoyar la demanda interna. Algunas de las medidas tomadas más que transitorias fueron de carácter permanente y por tanto, han sido difíciles de revertir o disminuir con lo cual el déficit del Gobierno Central proyectado para el 2010 y 2011 representa un riesgo al alza del valor central de inflación para esos años.

- 3) No obstante que el régimen de banda cambiaria ha permitido corregir algunos de los problemas asociados al régimen de “paridad reptante” (minidevaluaciones), especialmente a partir de agosto del 2009 cuando el tipo de cambio empezó a flotar, el compromiso asumido por el Banco Central de defensa de los tipos de cambio de intervención constituye un riesgo en la consecución del valor central de inflación proyectado.

La proyección central de inflación considera un tipo de cambio nominal ubicado dentro de la banda cambiaria, pero la evolución del mercado cambiario podría llevar el tipo de cambio a ubicarse en los límites de la banda cambiaria, lo que obligaría al Banco Central a intervenir en su defensa.

De alcanzar el límite inferior, como ha sido el riesgo en los últimos meses¹¹², por ejemplo en razón de mayores entradas de capital, la consecuencia sería, el aumento no programado en el saldo de las reservas monetarias internacionales y por ende, en los medios de pago. Si la expansión monetaria no fuera demandada a un aumento de precios consistente con la meta, o el exceso de oferta no fuera esterilizado en su totalidad, aumentaría la presión inflacionaria con lo cual se tornaría más difícil alcanzar la proyección central de inflación.

Si por el contrario hubiese que intervenir en el extremo superior de la banda, habría una reducción no

¹¹² El menor dinamismo de la economía de Estados Unidos hace previsible que las tasas de interés internacionales continúen bajas, situación que incentiva el flujo de recursos hacia las economías en desarrollo con la correspondiente presión a la apreciación de las monedas locales.

programada en el saldo de las reservas monetarias internacionales y, por tanto, una contracción de los medios de pago, que tendería a reducir las presiones monetarias sobre la inflación.

Ahora bien, si ese fuese el caso, no se puede desconocer por otra parte que la depreciación del tipo de cambio haría que el precio de los bienes transables en moneda local tendieran a subir más rápidamente. Por consiguiente, para mantener la inflación dentro del rango meta, el Banco Central deberá valorar si restringe la posición de política monetaria para forzar a una mayor desaceleración en los precios de los no transables, lo que podría implicar costos en términos de producción y empleo.

- 4) En el tanto las metodologías para la fijación de precios y tarifas en el componente regulado de la canasta del IPC no se revisen para que reflejen un entorno macroeconómico de menor inflación, el ritmo de crecimiento de sus precios continuará como un riesgo en el pronóstico de inflación.
- 5) Por último, el alto grado de volatilidad en los precios de los bienes de origen agrícola constituye un riesgo para el logro de la proyección del valor central de la inflación. El exceso de lluvias durante setiembre y octubre pasado redujo el rendimiento de este tipo de producto; la escasez se reflejaría en una aceleración de sus precios, lo que podría desviar al alza la estimación de inflación para el cuarto trimestre del 2010.

De la valoración de los diferentes riesgos se infiere un balance con sesgo al alza de la proyección central de inflación para el año 2011, en mayor medida asociado con

factores de índole interno. Lo anterior conduce a una distribución de probabilidad (condicional) del pronóstico de inflación de carácter asimétrico¹¹³, tal como se muestra en el gráfico de abanico¹¹⁴ (gráfico 27).

Así, la probabilidad de que la tasa de inflación en el horizonte de proyección asuma valores por encima del valor central es mayor a que los asuma por debajo. Particularmente, existe una probabilidad del 51,4% y 46% de que la inflación se ubique al término del 2010 y 2011 respectivamente, en un nivel que no supere el límite superior del rango de precios fijado para esos años en la revisión del Programa Macroeconómico 2010-11¹¹⁵.

Así, las proyecciones de inflación se ubican dentro del rango meta de inflación para el término del 2010 y 2011 establecido en la revisión del Programa Macroeconómico para esos dos años.

En las próximas semanas, la Junta Directiva del Banco Central aprobará el Programa Macroeconómico 2011-12 y para ello realizará una valoración de los resultados, expectativas y riesgos asociados y definirá si ratifica o modifica el nivel meta y su desviación para la inflación del 2011.

En el gráfico de abanico, la línea sólida hasta el tercer trimestre del 2010 es la inflación observada y desde el cuarto trimestre de ese año es la senda de valores más probables para la inflación, condicional al conocimiento que tiene el Banco Central de Costa Rica acerca del

¹¹³ Cuando la densidad no es simétrica, la probabilidad (o riesgo) de que el valor futuro de la inflación asuma valores por encima de la senda central de pronóstico es diferente a la probabilidad de que asuma valores por debajo de dicha senda.

¹¹⁴ Gráfico de abanico con límites de confianza asimétricos en torno a la proyección central de inflación.

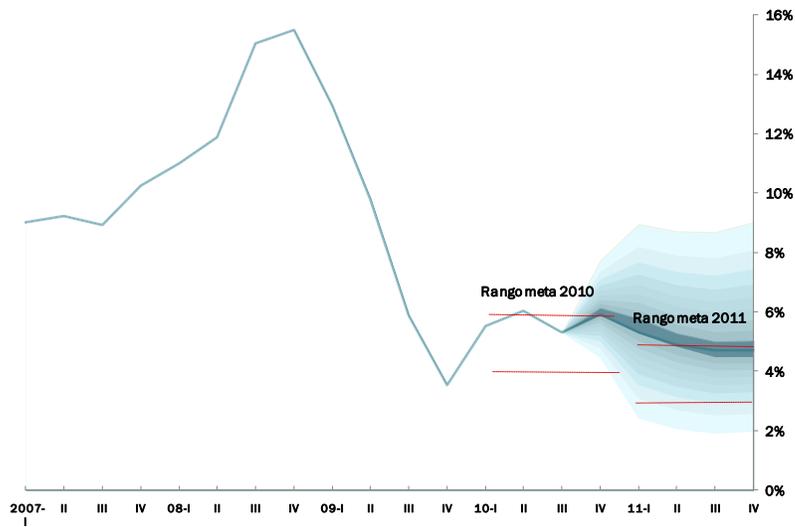
¹¹⁵ Particularmente existe una probabilidad del 36% y 33% de que la inflación al término del 2010 y 2011 respectivamente, se ubique en el rango de precios fijado para esos años en la revisión del Programa Macroeconómico 2010-11.

funcionamiento de la economía, del estado actual de esta y de su desempeño futuro.

Adicionalmente, se puede observar cómo la amplitud del gráfico de abanico es mayor en la medida en que el horizonte de pronóstico se amplía, lo que significa que el

rango de valores que la inflación puede asumir en el futuro es mayor conforme el horizonte de pronóstico es más lejano.

Gráfico 27. Proyección de inflación
 -variación interanual-



Nota: El gráfico muestra las bandas de predicción de la inflación a lo largo del horizonte de proyección. La banda más oscura alrededor de la proyección central muestra el 10 por ciento de probabilidad de ocurrencia, sucesivamente cada par de bandas con tonalidades cada vez más claras va acumulando un 10 por ciento adicional, hasta acumular el 90 por ciento de probabilidad.

Fuente: Banco Central de Costa Rica

Índice histórico de recuadros del Informe de Inflación

TITULO	FECHA
1. Medición de la inflación subyacente	Junio 2001
2. Impacto de los Precios del Petróleo	Junio 2001
3. Tipo de cambio y competitividad	Junio 2001
4. Manejo de deuda pública y pagos de la deuda con el banco central	Junio 2001
5. Brecha en la Producción e Inflación	Junio 2001
6. Estructura del sistema financiero costarricense	Junio 2001
7. Cambios recientes en los Mercados Financieros y Monetarios	Junio 2001
8. Tasas de Interés y Transmisión Monetaria	Junio 2001
9. Figura de Abanico y Combinación de Proyecciones	Junio 2001
10. Opciones de Política Cambiaria en el Nuevo Contexto Internacional	Enero 2002
11. Relación entre los Ciclos Económicos de Costa Rica y Estados Unidos	Enero 2002
12. Vulnerabilidad de algunos sectores productivos	Enero 2002
13. Tasa de Interés Doméstica y Premio por Inversiones en Moneda Nacional	Enero 2002
14. Perspectivas de la Economía Mundial	Enero 2002
15. Mercado Petrolero	Julio 2002
16. "Pass through": Efecto de una devaluación sobre la inflación	Julio 2002
17. Política Cambiaria: Flexibilización vs Esquemas Cambiarios rígidos	Julio 2002
18. Índice Subyacente de Inflación (ISI): nueva medida de núcleo inflacionario	Enero 2003

TITULO	FECHA
19. Los déficit gemelos	Enero 2003
20. Viabilidad de la Política Fiscal	Enero 2003
21. Consecuencias de Disminuir el Déficit del Banco Central mediante la reducción de las Operaciones de Mercado Abierto	Enero 2003
22. Modelación Económica en el Banco Central	Enero 2003
23. Encuesta sobre perspectivas económicas	Enero 2003
24. Una interpretación de los Macrodesequilibrios de la Economía Costarricense en los primeros años del siglo XXI	Julio 2003
25. Proyecto de Reformas al Sistema Financiero	Julio 2003
26. La Dolarización Parcial en Costa Rica	Julio 2003
27. Modelo Macroeconómico de Pequeña Escala (MMPE)	Julio 2003
28. Desempeño de las Proyecciones de Inflación	Julio 2003
29. Riesgo Soberano y Clasificaciones Internacionales	Julio 2003
30. Modelo Monetario de la Inflación	Enero 2004
31. Efecto de los bienes regulados sobre la inflación	Enero 2004
32. Efecto de los grupos de bienes y servicios regulados y de los bienes agrícolas en la inflación	Julio 2004
33. Evolución de los precios internacionales de materias primas e impacto en los precios domésticos	Julio 2004
34. El Sistema del Vector de Precios	Julio 2004
35. Índice de confianza para la inversión de los analistas económicos	Enero 2005
36. Déficit fiscal e inflación en Costa Rica	Enero 2005
37. La dolarización parcial en Costa Rica	Julio 2005
38. ¿Por qué se descarta la dolarización oficial?	Julio 2005

TITULO	FECHA
39. Mecanismos de transmisión de la política monetaria	Enero 2006
40. Naturaleza de los sistemas de bandas cambiarias	Enero 2006
41. Mercado de Cambios en Costa Rica	Julio 2006
42. Derivados Financieros: ¿Qué son los mercados de cobertura cambiaria?	Julio 2006
43. El Producto Potencial y La Brecha del Producto	Enero 2007
44. El Régimen de Banda Cambiaria en Costa Rica	Enero 2007
45. Tasa de Interés Real Neutral de la Economía.	Enero 2007
46. Modelo Macroeconómico de Proyección Trimestral del Banco Central de Costa Rica.	Enero 2007
47. Las Encuestas de Expectativas Económicas en el Banco Central de Costa Rica.	Enero 2007
48. Naturaleza de las entradas de capital a Costa Rica	Julio 2007
49. Desdolarización financiera en el período 2006-2007	Julio 2007
50. Indicadores de nivel adecuado de reservas monetarias	Julio 2007
51. El acuerdo de capitalización parcial del Banco Central de Costa Rica de abril del 2007	Julio 2007
52. Evolución del crédito al sector privado y riesgos asociados.	Febrero 2008
53. Evolución del Mercado Cambiario y del Tipo de Cambio en enero-agosto del 2008.	Setiembre 2008
54. El Régimen Cambiario de Flotación Administrada	Setiembre 2008
55. Combinación de Proyecciones de Inflación con la Validación de Modelos.	Setiembre 2008
56. Determinantes del proceso inflacionario costarricense.	Junio 2009
57. Efecto traspaso del tipo de cambio hacia la tasa de inflación posterior a la adopción del esquema de banda cambiaria.	Junio 2009
58. Meta, expectativa, pronóstico e inflación observada, cuatro	Junio 2009

TITULO	FECHA
conceptos diferentes y sus principales vinculaciones.	
59. Corrección del desequilibrio externo.	Noviembre 2009
60. Persistencia inflacionaria en Costa Rica.	Noviembre 2009
61. Acciones para mejorar el mecanismo de transmisión de la tasa de interés.	Noviembre 2009
62. Cronología de los ciclos económicos en Costa Rica 1990-2010.	Mayo 2010
63. Clasificación de los regímenes cambiarios según criterio del Fondo Monetario Internacional (FMI).	Mayo 2010
64. Diseño de un gráfico de abanico de bandas asimétricas.	Mayo 2010